

LISTAAMATTOMAN OSAKEYHTIÖN ARVONMÄÄRITYSPROSESSI

Tiivistelmä

Tekijä(t) PISTO, MIKKO	Julkaisun laji Opinnäytetyö, AMK	Valmistumisaika Kevät 2018
	Sivumäärä 42	Liitesivuja 3
Työn nimi Listaamattoman osakeyhtiön arvonmäärittämisprosessi		
Tutkinto Tradenomi, liiketalous		
<p>Tiivistelmä</p> <p>Opinnäytetyön toimeksiantaja on aikonut myydä yrityksensä. Opinnäytetyön tavoitteena oli toteuttaa toimeksiantajayritykselle arvonmäärittämisprosessi, ja selvittää sen yrityskauppaprosessiin kuuluvia vaiheita.</p> <p>Tutkimus suoritettiin hyödyntäen sekä kvantitatiivisia, että kvalitatiivisia menetelmiä. Arvonmäärittämisprosessi aloitettiin analysoimalla edellisten vuosien tilinpäätöksiä. Strateginen analyysi suoritettiin haastattelemalla yrityksen toimitusjohtajaa. Pääoman tuottovaatimus määritettiin CAP-mallin avulla. CAP-mallissa käytetyt oletusarvot määritettiin niiden historiallisten toteutumien pohjalta. Arvonmäärittämisprosessi toteutettiin neljällä eri rahoitusteorian mukaisella arvonmäärittämismallilla. Arvonmäärittämismaalleiksi valittiin substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, kassavirtaperusteinen malli ja lisäarvomalli. Lisäksi määritettiin yritykselle substanssiarvo, johon laskettiin ainoastaan liiketoiminnan kannalta välttämättömät varat, jotka arvostettiin käypään markkinahintaan.</p> <p>Jokainen käytetty arvonmäärittämismalli antoi toisistaan poikkeavan arvion yrityksen arvosta. Markkinahinnoin arvostettu substanssiarvo antoi pienimmän arvon yritykselle, mutta se ei ollut vertailukelpoinen muiden mallien lopputuloksien kanssa, koska kaikkia yrityksen varoja ei otettu siinä huomioon. Vertailukelpoisista arvonmäärittämismaalleista pienimmät hinta-arviot saatiin substanssiarvolla sekä osinkoperusteisella mallilla. Osinkoperusteisen mallin antamaan pieneen hinta-arvioon vaikutti yrityksen pieni osingonjakosuhte. Suurin arvo saatiin kassavirtaperusteisella mallilla, mutta sitä ei voitu pitää luotettavana suuren päätearvon osuuden vuoksi. Luotettavimmaksi malliksi toimeksiantajayrityksen arvonmäärittämisprosessissa osoittautui lisäarvomallilla suoritettu arvonmäärittämisprosessi. Markkinahinnoin arvostetun substanssiarvon ja lisäarvomallin lisätuottojen summaa pidettiin kuitenkin todennäköisimpänä yrityksen myyntihintana.</p>		
Avainsanat yrityksen arvonmäärittämisprosessi, pääoman tuottovaatimus, arvonmäärittämismallit, yrityskauppa		

Abstract

Author(s) PISTO, MIKKO	Type of publication Bachelor's thesis	Published Spring 2018
	Number of pages 42	Number of appendices 3
Title of publication Valuation process of an unlisted company		
Name of Degree Bachelor's Degree, Financial Management		
<p>Abstract</p> <p>The commissioner of the thesis has decided to sell the company. The aim of the thesis was to implement a valuation for the commissioner company and to investigate the phases included in the acquisition process.</p> <p>The study was performed by using both quantitative and qualitative methods. The valuation process began with the analyzation of the financial statements. The strategical analysis was performed by interviewing the chief executive officer of the company. Cost of capital was determined by using the CAP-model. The default values used in the CAP-model were quantified based on their historical realizations. The valuation was calculated with four different finance theory-based valuation models. Net asset value, dividend discount model, free cash flow model and economic value added model were chosen as the valuation models. Market priced net asset value was also determined, which contained only essential assets of the business.</p> <p>Each of the valuation models gave a different kind of value estimation for the company. Marked priced net asset value gave the smallest value for the company, but it was not comparable with the rest of the valuation models, because all of the company's assets were not included in it. From all of the comparable valuation models, the smallest values were achieved with the net asset value and dividend discount model. The small value achieved with the dividend discount model was a result off the company's small dividend payout ratio. The highest value was achieved with the free cash flow model, but the results could not be considered as reliable, because of high portion of the terminal value. The most reliable valuation model for the commissioner company valuation turned out to be the economic value added model. However, the sum of the market priced net asset value and residual income of the economic value added model was considered as the most likely selling price for the company.</p>		
<p>Keywords</p> <p>company valuation, cost of capital, valuation models, acquisition</p>		

KUVIOLUETTELO

KUVIO1. Tutkimuksen rakenne

KUVIO 2. CAP-malli (Kallunki & Niemelä 2012, 150)

KUVIO 3. Toimialabetan laskentakaava (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2013, 157)

KUVIO 4. Betan unleverointi ja uudelleen leverointi (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2013, 238)

KUVIO 5. WACC-kaava (Kallunki & Niemelä 2012, 181)

KUVIO 6. Osinkojen kasvumalli (Kallunki & Niemelä 2012, 223)

KUVIO 7. Kassavirran keskeiset erät (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2013, 133)

KUVIO 8. Käyttöpääoman muutoksen merkittävimmät erät (Kallunki & Niemelä 2012, 228)

KUVIO 9. Kassavirtaperusteinen FCF-malli (Kallunki & Niemelä 2012, 226)

KUVIO 10. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2012, 236)

KUVIO 11. Yrityskauppaprosessin tyypilliset vaiheet

KUVIO 12. Osakkeen matemaattinen arvo

KUVIO 13. Listaamattomien yhtiöiden osinkojen verotus (verohallinto)

KUVIO 14. Toimialabetan unleverointi

KUVIO 15. CAP-malli yrityksen odotusarvoilla

KUVIO 16. Arvonmääritysmallien tuottamat hinta-arviot Yritys X:lle

TAULUKKOLUETTELO

TAULUKKO 1. Yritys X:n tilinpäätöstunnusluvut

TAULUKKO 2. Yritys X:n osinkoperusteinen arvo

TAULUKKO 3. Käyttöpääoman muutokset

TAULUKKO 4. Kassavirtalaskelma

TAULUKKO 5. Kassavirtojen prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta

TAULUKKO 6. Herkkyysanalyysi

TAULUKKO 7. Lisäarvomallilaskelma

TAULUKKO 8. Prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Perustelut arvonmäärityksen toteuttamiselle	1
1.2	Tutkimuksen tavoitteet, tutkimuskysymykset ja aiheen rajaus	2
1.3	Tutkimusmenetelmät	3
1.4	Tutkimuksen rakenne.....	3
2	ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPASSA	5
2.1	Arvonmääritysprosessi.....	5
2.2	Tilinpäätösten analysointi	5
2.3	Strateginen analyysi	7
2.4	Pääoman tuottovaatimus	8
2.4.1	Riskitön korko	8
2.4.2	Vieraan pääoman tuottovaatimus	9
2.4.3	Oman pääoman tuottovaatimus	9
2.4.4	Beta-kertoimen määrittäminen	10
2.4.5	Koko pääoman tuottovaatimus	12
2.5	Arvonmääritysmallit	13
2.5.1	Substanssiarvo	14
2.5.2	Osinkoperusteinen malli	14
2.5.3	Kassavirtaperusteinen malli.....	15
2.5.4	Lisäarvomalli	17
3	OSAKEYHTIÖN YRITYSKAUPPA.....	19
3.1	Yrityskaupan eteneminen	19
3.1.1	Due diligence.....	20
3.1.2	Yrityskaupan sopimukset	20
3.1.3	Jakautuminen	21
3.2	Osakekauppa	22
3.3	Liiketoimintakauppa	23
4	CASE-YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS	26
4.1	Case-yrityksen esittely	26
4.2	Tilinpäätösanalyysi	26
4.3	Strateginen analyysi	27

4.4	Tuottovaatimuksen määrittäminen	28
4.5	Yritys X:n substanssiarvo	30
4.6	Yritys X:n osinkoperusteinen arvo	31
4.7	Yritys X:n kassavirtaperusteinen arvo	31
4.8	Yritys X:n lisäarvomallin mukainen arvo	34
4.9	Arvonmäärittelyn johtopäätökset	35
5	YHTEENVETO	38
	LÄHTEET	40
	LIITTEET	42

1 JOHDANTO

1.1 Perustelut arvonmäärityksen toteuttamiselle

Osakeyhtiön yrityskauppa on monivaiheinen ja laaja prosessi, joka on suunniteltava huolella niin myyjän, kuin ostajankin puolelta. Usein prosessi saa alkunsa yrittäjän luopumis päätöksestä, mutta toisinaan prosessin saa käyntiin yrittäjälle esitetty ostotarjous. Yrittäjä haluaa yrityksestään parhaan mahdollisen hinnan ja ostaja haluaisi ostaa niin halvalla kuin mahdollista. Yrityksen hinnoittelu tuottaa haasteita yrityksen kauppaprosessiin, jonka vuoksi asiantuntijan apu prosessissa on suositeltavaa. Arvonmäärityksen lisäksi yrityskaupassa tulee ottaa huomioon niin verotukseen, rahoitukseen, vastuisiin ja velvoitteisiin, kuin juridisiin näkökulmiin liittyviä asioita. (Lakari 2012, 12-13.)

Arvonmääritys liittyy keskeisesti yritystoimintaan. Sen avulla saadaan informaatiota yrityskaupan molemmille osapuolille, ja sitä voidaan käyttää yrityksen strategisen suunnittelun ja ohjauksen apuvälineenä muun muassa uusia investointeja suunnitellessa. Arvonmääritys ei ole eksaktia tiedettä, vaan sen tekemiseen liittyy paljon oletuksia, mutta yleisesti hyväksyttyjen käytäntöjen ja arvonmääritysmallien avulla näiden oletuksien paikkaansa pitävyttä voidaan parantaa. (Seppänen 2017, 13-14.)

Kannattavaa liiketoimintaa tekevän yhtiön arvo määräytyy nykyisen arvon lisäksi sen tulevaisuudessa odotetuista tuotoista. Arvonmäärityksen keskeinen tehtävä on laskea näiden tulevaisuudessa odotettujen tuottojen vaikutus yrityksen arvoon. Koska tulevaisuudessa saataviin tuottoihin liittyy epävarmuutta, ja sijoitetuille varoille olisi tarjolla vaihtoehtoisia sijoituskohteita, on tulevaisuudessa saatavia tuottoja korjattava vastaamaan näitä tekijöitä. Tulevaisuudessa saatavien tuottojen korjaaminen suoritetaan muuntamalla ne nykyarvoon. Rahoitusteorian mukaisilla arvonmääritysmalleilla pystytään arvioimaan yrityksen arvoa, joka perustuu sen tulevaisuudessa saataviin tuottoihin. Arvon muodostumiseen vaikuttavat näkemykset yrityksen kannattavuudesta, kasvusta ja riskistä, joihin vaikuttavat yrityksen sisäiset sekä ulkoiset tekijät. (Seppänen 2017, 20-26.)

Oletusarvojen määrittämiseen liittyy epävarmuutta, ja tätä epävarmuutta on mahdollista arvioida analyysien avulla, joilla saadaan selville eri oletusarvoissa tapahtuvien muutoksien vaikutus määritettyyn arvoon. Näiden arvojen vaihteluvälin sisälle voidaan rakentaa yrityksen hinta-arvio, ja lisäksi tehdä oletuksia niiden antaman informaation tarkkuudesta ja oikeellisuudesta. (Seppänen 2017, 31.)

Toimeksiantajayrityksen omistaja on aikonut lopettaa yritystoimintansa, ja sen toteuttamiseksi on tarjolla eri vaihtoehtoja. Toimeksiantajayritys voi hyödyntää arvonmääritystä

tulevassa yrityskaupassaan. Ostajaehdokkaan kanssa neuvotellessa on etua tietää yrityksen hinta-arvio. Myös yrityskauppaprosessin vaiheista ja sen etenemisestä on hyvä olla tietoinen. Näin on mahdollista optimoida verohyödyt ja välttää juridisista vastuista syntyvät yllätykset. Tutkimustuloksilla on myös laajempaa hyödynnettävyyttä. Kaikki yrityskauppaa aikovat myyjä- ja ostajaehdokkaat voivat hyödyntää opinnäytetyön tuloksia joko kokonaisuudessaan, tai hyödyntää vain tiettyä osaa siitä. Vaikka opinnäytetyössä käsitellään listaamattoman yhtiön arvonmäärittystä, voidaan samoja arvonmääritysmalleja hyödyntää myös listattujen yhtiöiden arvoa määrittäessä. Opinnäytetyön teoreettisessa osuudessa käydään läpi arvonmäärittelyn teoriaa, ja empiirisessä osuudessa käsitellään varsinainen arvonmäärittely, joka toteutetaan toimeksiantajayritykselle. Toimeksiantajayrityksen nimeä ei opinnäytetyössä tulla paljastamaan, koska arvonmäärittelyssä käytettävä materiaali on salassa pidettävää.

Yrityksen arvonmäärittelystä on tehty lukuisia opinnäytetöitä. Lahden ammattikorkeakoulun opiskelijoista aihetta ovat käsitelleet mm. Nguyen Vu vuonna 2013, Anu Leppäkoski vuonna 2009 ja Pekka Laamanen vuonna 2008. Edellisiin saman aiheisiin Lahden ammattikorkeakoulun opinnäytetöihin verrattuna tämä opinnäytetyö eroaa beta-kertoimen määrittelyn suhteen sekä yrityskauppaprosessissa huomioon otettavien aiheiden osalta.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimuskysymykset ja aiheen rajaaminen

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on toimeksiantajayrityksen arvonmäärittely, sekä sen yrityskauppaprosessissa huomioon otettavien asioiden esille tuominen. Arvonmäärittely on jo yksinään aiheena laaja kokonaisuus, joten yrityskauppaprosessin osuutta käsitellään enemmän pintapuolisesti keskittyen toimeksiantajayrityksen kannalta olennaisiin arvonmäärittelymenetelmiin ja yrityskauppaprosessiin. Arvonmäärittely rajataan koskemaan listaamattomien yhtiöiden arvonmäärittelyyn soveltuvia arvonmäärittelymalleja. Arvonmäärittelyn aihe rajataan neljään listaamattomalle yritykselle soveltuvaan arvonmäärittelymalliin, eikä opinnäytetyössä käydä läpi listatuille yrityksille soveltuvia vertailuhintojen ja tilinpäätöstunnuslukujen vertailua. Yritysrakenteen suunnittelussa on olemassa lukuisia vaihtoehtoja yrityskaupan toteuttamiseksi. Yrityskauppaprosessia on rajattu koskemaan vain toimeksiantajayrityksen kannalta merkittäviä asioita. Läpikäytäviä asioita tulevat olemaan due diligence, yrityskaupan sopimukset ja yhtiön jakautuminen. Lisäksi tullaan esittelemään osake- ja liiketoimintakaupan pääpiirteet, sekä niiden verotuskohtelu. Läpikäytävät aiheet ovat useimmissa yrityskaupoissa tärkeimpiä huomioitavia asioita.

Tutkimuksen tavoitteena on luoda toimeksiantajayritykselle luotettava hinta-arvio rahoitus-teorian mukaisia arvonmäärittelymalleja käyttäen. Lisäksi on tarkoitus tutustua teoriatasolla yrityskauppaprosessin tärkeisiin vaiheisiin. Listaamattoman pieniyhtiön arvonmäärittely on

aiheena listatun yrityksen arvonmäärittystä monimutkaisempi.

Opinnäytetyön tutkimuskysymyksiä tulevat olemaan:

- Miten yrityksen arvo määritetään?

Yrityksen arvon määrittämiseksi arvonmäärittäminen jaetaan osa-alueisiin ja selvitetään: miten tilinpäätösanalyysi suoritetaan, mihin asioihin strategisella analyysillä pyritään saamaan vastauksia ja miten diskonttokorkona käytetty tuottovaatimus määritetään. Lisäksi selvitetään, miten selville saatujen odotusarvojen avulla yrityksen arvonmäärittäminen tapahtuu käyttämällä neljää eri arvonmäärittäysmallia.

- Mitkä ovat yrityskauppaprosessin olennaisimmat osa-alueet arvonmäärittämisessä?

Miten yrityskauppaprosessi arvonmäärittämisprosessin jälkeen etenee, ja mitä tekijöitä yrityskaupan osapuolten kannattaa ottaa huomioon.

1.3 Tutkimusmenetelmät

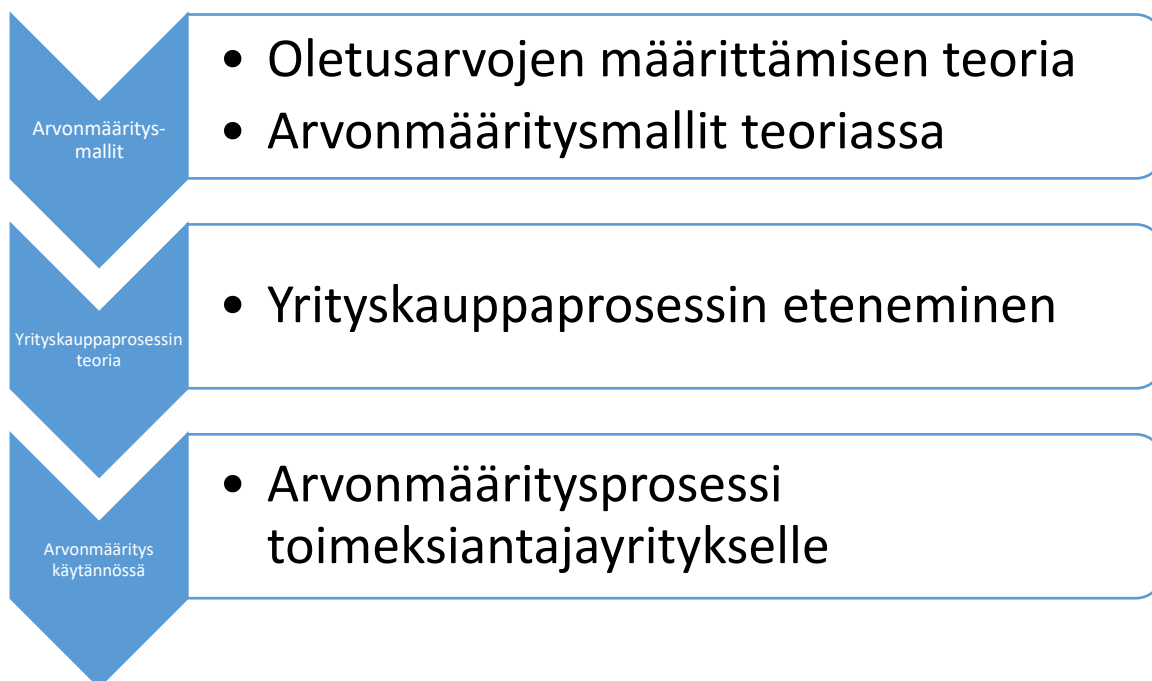
Opinnäytetyö suoritetaan hyödyntäen sekä kvantitatiivisia, että kvalitatiivisia tutkimusmenetelmiä. Valtaosa tutkimustyöstä tulee perustumaan kvantitatiiviseen tutkimukseen, jota täydennetään kvalitatiivisella tutkimuksella. Opinnäytetyön varsinainen arvonmäärittäminen toteutetaan kvantitatiivisilla tutkimusmenetelmillä numeerisen datan pohjalta. Käytettävä data saadaan edellisistä tilinpäätöksistä. Arvonmäärittämisprosessin lopputulokseen vaikuttavat myös yhtiökohtaiset eroavaisuudet, joita ei numeerisen datan perusteella saada selville. Näitä eroavaisuuksia tutkitaan kvalitatiivisilla tutkimusmenetelmillä yrityksen omistajaa haastatteleamalla.

Kvantitatiivinen tutkimus tarkoittaa määrällistä tutkimusta numeerista dataa analysoimalla. Sen avulla saadaan luotettavaa tietoa muun muassa ilmiöissä tapahtuvista muutoksista sekä muuttujien välisistä riippuvuussuhteista. Kvalitatiivisen eli laadullisen tutkimuksen avulla pyritään ymmärtämään valintojen ja päätösten syitä, joita ei numeerisen datan perusteella voida selvittää. Kvalitatiivinen tutkimus toteutetaan usein haastattelun avulla. (Heikkilä 2014, 6-8.)

1.4 Tutkimuksen rakenne

Opinnäytetyön teoriaosuudessa selvitetään arvonmäärittäysmallien teoria. Siinä käydään läpi mistä tekijöistä eri arvonmäärittäysmallit muodostuvat, ja millä tavoilla arvonmäärittäysmalleihin tarvittavat oletusarvot saadaan määritettyä. Opinnäytetyössä käydään läpi

arvonmäärittelyn lisäksi yrityskauppaprosessin olennaisimmat osa-alueet. Arvonmäärittelyn teoriaa sovelletaan käytäntöön suorittamalla toimeksiantajayritykselle arvonmäärittely. Kuviossa 1 esitetään opinnäytetyön rakenne.



KUVIO 1. Tutkimuksen rakenne

Opinnäytetyön johdannon jälkeisessä toisessa luvussa käsitellään arvonmäärittelyprosessia. Siinä avataan mitkä tekijät vaikuttavat yrityksen arvoon, millä menetelmillä arvoon vaikuttavat tekijät muutetaan oletusarvoiksi sekä miten oletusarvojen avulla lopullinen arvo määritetään. Kolmannessa luvussa käydään läpi yrityskaupan etenemistä arvonmäärittelyn jälkeen. Siinä keskitytään toimeksiantajayrityksen kannalta olennaisiin osiin, koska yrityskauppaprosessi kokonaisuudessaan on erittäin laaja kokonaisuus. Useimpien yritysten yrityskaupassa nämä ovat kuitenkin juuri niitä olennaisimpia asioita, joista osapuolten on hyvä olla tietoinen. Neljännessä luvussa määritetään toimeksiantajayrityksen arvo teoriaosuudessa läpikäytyjä arvonmäärittäsmalleja hyväksikäyttäen. Arvonmäärittelytullaan toteuttamaan Exceliä apuna käyttäen. Tämän lisäksi tehdään johtopäätökset arvonmäärittelyn lopputuloksista ja saavutettujen tulosten luotettavuudesta. Opinnäytetyön viidennessä luvussa tehdään yhteenveto saavutetuista tuloksista.

2 ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPASSA

2.1 Arvonmääritysprosessi

Yrityskauppaprosessi on laaja-alainen ja aikaa vievä prosessi, joka aloitetaan kaupan suunnittelusta tai ostajaehdokkaan kiinnostuksen ilmaisemisesta. Ennen yrityksen kaupan käynnin aloittamista tulisi myyjällä olla realistinen käsitys yrityksen arvosta. Yrityksen arvonmääritys on yrityskauppaprosessin ensimmäisiä vaiheita, ja se toteutetaan usein ulkopuolisten ammattilaisten puolesta arvonmääritysmalleja hyväksikäyttäen. (Osuuspankki 2018, 9–11.)

Yrityksen arvonmääritys voidaan toteuttaa useammalla eri arvonmääritysmallilla, jotka perustuvat historialliseen kehitykseen sekä johdon laatimiin ennusteisiin. Ennusteiden realiteetisuudella on merkittävä vaikutus arvonmäärityksen lopputulokseen. Itse kauppakohteena olevan yrityksen tuntemuksen lisäksi arvonmäärittäjällä tulisi olla riittävästi tuntemusta toimialasta, markkinoista, kilpailijoista ja muista tuleviin tuottoihin vaikuttavista tekijöistä. (Osuuspankki 2018, 8.)

Arvonmäärityksen ensimmäisiä vaiheita ovat tilinpäätösten analysointi, strateginen analyysi ja tuottovaatimuksen määrittäminen. Näiden vaiheiden avulla saatujen oletusarvojen perusteella suoritetaan arvonmääritys rahoitusteorian mukaisilla malleilla.

2.2 Tilinpäätösten analysointi

Yrityksen arvo määräytyy sen tulevaisuuden tuottojen perusteella, joiden arvioimiseksi käytetään hyväksi toteutunutta kehitystä (Kallunki & Niemelä 2012, 14). Samalla toimialalla toimivia listattuja yrityksiä vertaillaan usein toisiinsa tilinpäätöstunnuslukujen avulla, jolloin saadaan nopeasti suuntaa antavaa informaatiota niiden välisistä eroista. Tunnuslukujen avulla tehdyn vertailun perusteella voidaan seuloa yrityksistä mielenkiintoisimmat tarkempaa analyysiä varten. Pörssin arvostuslukujen avulla pystytään arvioimaan yritysten hinnoittelua, ja niihin kohdistettuja kasvuoletuksia. (Alma Talent 2018.)

Yrityksen aiemman kehityksen analysointi on arvonmäärityksen ensimmäinen vaihe, jonka perusteella voidaan arvioida yrityksen liiketoiminnan riskiä ja kannattavuutta (Kallunki & Niemelä 2012, 35). Tilinpäätöksen numeerinen informaatio voidaan muuttaa tilinpäätöstunnusluvuiksi jakamalla tuloslaskelman tai taseen eriä yrityksen kokoa kuvaavilla tilinpäätöserillä. Näin saadaan vertailukelpoisia tilinpäätöstunnuslukuja, joiden avulla voidaan vertailla yritystä toimialalla toimiviin kilpailijoihin, vaikka yritykset olisivat kokoluokaltaan erilaisia. (Kallunki & Niemelä 2012, 46-47.) Tilinpäätöstunnuslukujen avulla saadaan hyvin paljon informaatiota muun muassa yrityksen kannattavuudesta, velkaantuneisuudesta ja

kasvusta (Kallunki & Niemelä 2012, 47-57). Tilinpäätöstunnusluville on olemassa lukuisia eri vaihtoehtoja, joista käydään läpi tärkeimmät ja informatiivisimmat yrityksen arvonmäärittelyn kannalta.

Tilinpäätöksen olennaisin informaatio arvonmäärittästä ajatellen saadaan yrityksen kannattavuutta mittaavista tunnusluvuista. Yrityksen toteutunut kannattavuus luo hyvän pohjan tulevan kannattavuuden arvioimiselle. (Kallunki & Niemelä 2012, 47.) Kannattavuuden mittaamiseksi käytetään oman pääoman tuotto prosenttia, joka kuvaa yrityksen kykyä huolehtia omistajien sijoittamasta pääomasta sekä sijoitetun pääoman tuotto prosenttia, joka kertoo omistajien sijoittamien varojen lisäksi korollisten velkojen kannattavuudesta (Balance Consulting 2018).

Yrityksen velkaantuneisuutta mittaavilla tunnusluvuilla saadaan selville yrityksen riskisyydestä, joka on arvonmäärittelyn kannalta olennainen osa-alue (Kallunki & Niemelä 2012, 53). Yrityksen velkaisuutta mitataan omavaraisuusasteen ja nettovelkaantuneisuusasteen avulla. Omavaraisuusaste kertoo yrityksen omien varojen määrästä, joita se tarvitsee selviytyäkseen mahdollisten huonojen ajanjaksojen yli, mikäli kannattavuus heikkenee. Nettovelkaantuneisuusasteen avulla saadaan selville sijoitettujen omien pääomien ja korollisten velkojen suhde. Yrityksen velkaantuneisuusasteen kasvaessa, kasvavat myös siihen kohdistuvat riskit. (Balance Consulting 2018.)

Yrityksen toteutuneesta kasvusta voidaan tehdä oletuksia tulevaisuuden kasvun suhteen, joita tarkennetaan strategisen analyysin avulla saaduista tuloksista. Hyödyllisimpiä tilinpäätöstunnuslukuja kasvun mittaamiseen ovat liikevaihdon, tuloksen ja taseen loppusumman kasvua mittaavat tunnusluvut. (Kallunki & Niemelä 2012, 56-57.)

Koska yritykset käyttävät tulossuunnittelua kirjanpidoissaan verotuslainsäädännöstä johtuen, on tilinpäätökset oikaistava, jotta tuloslaskelma ja tase saataisiin mahdollisimman vertailukelpoiseksi eri vuosien välillä. Oikaisun tavoitteena on löytää yrityksen operatiivinen kassavirta, jollaista kassavirtalaskelmassakin käytetään. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensson & Wilkman 2013, 84-85.)

Perinteisessä tilinpäätösanalyysissä tulevan kehityksen ennustetarkkuus ei ole kuitenkaan erityisen hyvä. Olennaisinta tilinpäätösanalyysissä on tunnistaa yrityksen mahdollisen epäonnistumisen tai onnistumisen kierteen olemassaolo tai käynnistyminen. Epäonnistumiskierroksessa kaikki yrityksen tilinpäätöstunnusluvut heikkenevät ja onnistumiskierroksessa paranevat. Kierteet käynnistyvät yrityksen kannattavuuden muutoksista, jonka syyt tulee selvittää. (Laitinen 2002, 60-63.)

2.3 Strateginen analyysi

Strategisen analyysin avulla tarkennetaan tilinpäätöstunnuslukujen perusteella tehtäviä ennusteita yrityksen tulevasta kehityksestä. Strateginen analyysi voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Sisäisessä analyysissä tarkastellaan yrityksen sisäisiä tekijöitä, joihin se itse pystyy vaikuttamaan. Ulkoisessa analyysissä tarkastellaan yrityksestä riippumattomia tekijöitä, jotka vaikuttavat sen tuloksentekoon ja sitä myöten arvoon. (Kallunki & Niemelä 2012, 77.)

Yrityksen liikeidea ja kilpailukyky ovat erittäin merkittäviä tekijöitä arvonmäärityksen kannalta. Yrityksen toteutunutta kasvua, kannattavuutta tai markkina-asemaa voidaan verrata muihin toimialalla toimiviin kilpailijoihin tilinpäätöstunnusluvuilla, mutta olennaisinta on saada selville, minkälainen yrityksen tilanne tulee tulevaisuudessa olemaan. Tarkastelussa kiinnitetään yleensä huomiota tuotteiden ja palveluiden kilpailualueeseen, niiden elinkaareen sekä mahdollisiin aineettomiin hyödykkeisiin, ja niiden hyödynnettävyyssikaan. Vaikka yrityksellä ei olisi kilpailijoihin nähden merkittäviä etuja, tulee arvioida yrityksen tuotteiden ja palveluiden tulevaa kysyntää sekä hintakehitystä. On mahdollista, että tilinpäätöstunnuslukujen perusteella näkymät ovat erinomaisia, mutta kiristynvä kilpailu voi ajaa palvelun kannattamattomaksi tai uusi teknologia tuotteen hyödyttämäksi. (Rantanen 2012, 118-120.)

Yrityksen markkina-asema on ratkaisevaa lähinnä silloin, kun siihen liittyy asiakkaiden silmissä haluttavuutta yrityksen tuotteita tai palveluita kohtaan. Mikäli vastaavanlainen yritys on mahdollista rakentaa alusta asti itse, ei sitä voida paljon yli substanssivarallisuuden arvostaa. (Rantanen 2012, 120-121.) Toimitilojen kunto ja tarpeisiin nähden optimaalinen koko, sekä niiden jälleenmyytävyyys vaikuttavat sekä liiketoimintaan, että niiden tasearvoon. Yrityksen liikeomaisuuden kunnolla ja olennaisuudella yritystoimintaan, on vaikutusta yritystoiminnan arvoa määrittäessä. Yrityksen tunnettavuus vähentää tulevia markkinointikuluja, jolla on yrityksen arvoa nostava vaikutus. (Rantanen 2012, 123-127.)

Yrityksen koolla on merkitystä, sillä mitä pienempi yritys on, sitä suurempi riski työntekijöihin kohdistuu. Yrityksen sisäinen toimintatapa vaikuttaa työntekijöiden sitoutumiseen yritystä kohtaan. Mikäli yrityksen menestyminen on riippuvainen erityisosaamisesta, on kriittistä määrittää, kuinka omistajan osaaminen saadaan siirrettyä yrityskaupan jälkeen. (Rantanen 2012, 132-138.) Yritys voi myös olla riippuvainen asiakkaistaan, mikäli asiakkuussuhteet muodostuvat yksittäisistä merkittävistä asiakkaista, jonka myötä riski liiketoiminnan varmuutta kohtaan kasvaa. (Rantanen 2012, 151-152.)

Ulkoisia uhkia yritykselle muodostuu kilpailijoiden toiminnasta, toimialan muutoksista, teknologian kehityksestä sekä yleisistä talouden suhdanteista, jotka vaikuttavat useimmilla toimialoilla liikevaihdon muodostumiseen. (Kallunki & Niemelä 2012, 77.) Toimialaa voidaan analysoida sen kehitystasoon perusteella. Mikäli toimiala on taantuva tai voimakkaasti kasvava, tulee tämä ottaa huomioon arvonmäärityksessä. Toimialan sisäinen kilpailutilanne sekä alalle tulon esteet vaikuttavat myös tulevaan kehitykseen. Toiset toimialat reagoivat suuremmin talouden suhdanteisiin, joka luo toimialalle syklisyyttä. Syklisillä toimialoilla tuotot vaihtelevat rajummin talouden suhdanteiden muuttuessa, joten tämän tunnistaminen on tärkeää oikeanlaisen kuvan saamiseksi. (Katramo ym. 2013, 82-83.)

2.4 Pääoman tuottovaatimus

Pääoman tuottovaatimusta käytetään arvonmääritysmalleissa sekä investointien kannattavuuslaskelmissa. Se kuvastaa yrityksen riskisyyttä, jonka määrä vaihtelee eri yritysten välillä. Mitä riskisempi yritys on, sitä suurempaa tuottoa sijoittajat siltä vaativat. (Katramo ym. 2013, 144.)

Yrityksen liiketoiminnan rahoitus tapahtuu joko omalla tai vieraalla pääomalla. Vieraan pääoman rahoitus tapahtuu pienissä yrityksissä useimmiten lainoina rahoituslaitoksilta. Vieraan pääoman lainoille on sovittu maksuaika ja korko. Oman pääoman rahoitus koostuu yrityksen velasta osakkaille. Yrityksen velkaa osakkaille ovat osakkaiden maksama osakepääoma, arvonnkorotus- ja sitä vastaavien rahastojen varat sekä edellisten ja kulu-neen tilikauden voitot tai tappiot. Omalle pääomalle ei ole takaisinmaksu velvoitetta toisin kuin vieraalle pääomalle. Koska tulevaisuudessa saatu vastaavan kokoinen raha ei ole yhtä arvokasta kuin nykyhetkenä saatu, tulee tulevaisuudessa saadut tuotot diskontata nykyhetkeen. Arvonmäärityksessä diskonttokorkona käytetään pääoman tuottovaatimusta. (Kallunki & Niemelä 2012, 137-140.)

2.4.1 Riskitön korko

Riskittömän koron määrittäminen on merkittävä osatekijä arvonmäärityksessä. Riskittömällä korolla tarkoitetaan usein valtion 10-vuotisen obligaatiolainan tuottoa. Riskittömän koron määrittämisessä voidaan käyttää arvonmäärityshetken riskitöntä korkoa, tai se voidaan laskea pitkän aikavälin keskiarvona. Riskitön korko on mahdollista laskea myös pitkän aikavälin reaalisen koron ja inflaatio-odotusten perusteella, mikäli riskittömän koron taso on poikkeuksellisen matala tai korkea. (Kallunki & Niemelä 2012, 142-144.)

Teoreettisesta näkökulmasta riskitön korko tulee määrittää arvioitavan tulevan rahavirran kanssa samanpituiseksi. Jokaiselle tulevalle yrityksestä saatavalle rahavirralle tulee

määrittää oma riskittömän koron taso, joka saadaan saman pituisesta obligaatiolainan korosta. Kolmen vuoden päästä saatavalle tuotolle tulee käyttää 3-vuotisen obligaatiolainan tuottoa, neljän vuoden päästä saatavalle tuotolle tulee käyttää 4-vuotisen obligaatiolainan tuottoa jne. Laskennan helpottamiseksi ja yksinkertaistamiseksi käytetään kuitenkin vain yhtä riskittömän koron tasoa. Lopputuloksen kannalta kiinteän riskittömän koron käyttäminen johtaa vain suhteellisen pieniin eroihin yrityksen lopullisessa arvossa. (Katramo ym. 2013, 148-149.)

2.4.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimus koostuu rahoittajien luotoille vaatimista koroista, joten sen määrittäminen on yksinkertaista, koska vaaditun koron suuruus on aina yrittäjän tiedossa. Kaikista olemassa olevista koroista lasketaan keskimääräinen korkoprosentti. Keskimääräinen korkoprosentti on mahdollista laskea myös uusien lainojen keskimääräisestä korosta, mikäli yritys uudelleen rahoittaisi lainansa. (Kallunki & Niemelä 2012, 145-146.)

Vieraan pääoman tuottovaatimus on mahdollista laskea myös joukkovelkakirjalainojen tuotosta, mikäli yritys on sellaisia laskenut liikkeelle. Joukkovelkakirjalainoista riskitöntä korkoa määritettäessä tulee käyttää todellista tuottoa nimellistuoton sijasta. Nimellistuotto, eli kuponkikorko, kertoo joukkovelkakirjalainan koron suuruuden sen liikkeellelaskuhetkellä, mutta todellinen tuotto muuttuu liikkeellelaskun jälkeen. (Katramo ym. 2013, 172.) Jälkimarkkinoilla joukkovelkakirjalainan suuruus muuttuu vastakkaiseen suuntaan joukkovelkakirjalainan arvon muutoksiin nähden.

2.4.3 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimus ei ole vieraan pääoman tuottovaatimuksen tavoin suoraan havaittavissa, koska maksetut osingot ovat vain osa sijoittajan vaatimasta tuotosta. Tuottovaatimus määritetään yrityksen tulevaisuuden tuotto-odotuksien ja ennakoidun riskin perusteella. Koska oman pääoman sijoittajat ovat varoja jaettaessa vieraan pääoman rahoittajia huonommassa asemassa, haluavat he kantamalleen riskille korvauksen suuremman tuottovaatimuksen muodossa. Riskin määrä myös vaihtelee yrityksien välillä, toisten ollessa toisia riskisempiä. Sharpen, Lintnerin ja Mossin kehittämä Capital Asset Pricing Model eli CAP-malli mittaa tuottoarvon ja riskin välistä riippuvuutta, jolla oman pääoman tuottovaatimus saadaan laskettua. Se koostuu kahdesta osasta: riskittömästä tuotosta ja riskilisästä. (Kallunki & Niemelä 2012, 148-150.) CAP-mallin kaava esitetään kuviossa 2.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$ = yrityksen i osakkeen tuottovaatimus

R_f = riskittömän sijoituskohteen tuotto

β_i = yrityksen i osakkeen riskiä kuvaava beta-kerroin

$E(R_m)$ = ns. markkinaportfolion odotettu tuotto

KUVIO 2. CAP-malli (Kallunki & Niemelä 2012, 150)

CAP-mallissa riskittömän sijoituskohteen (R_f) tuottona voidaan käyttää valtion 10-vuotisen obligaatiolainan tuottoa. Markkinaportfolion $E(R_m)$ odotettuna tuottona voidaan käyttää esimerkiksi OMX Helsinki indeksin pitkän aikavälin tuottoa. Kun markkinaportfolion $E(R_m)$ tuotosta vähennetään riskittömän sijoituskohteen (R_f) tuotto, saadaan laskettua tämän hetkisiltä markkinoilta vaadittava riskipreemio. Yrityksen osakkeen beta-kerroin β_i kuvastaa osakkeen systemaattista riskiä. Beta-kertoimen ollessa yli yhden, osakkeen kurssi reagoi voimakkaammin markkinoiden yleisiin kurssinousuihin ja -laskuihin, ja sitä riskisempi se silloin on. Beta-kertoimen ollessa alle yhden se vastaavasti reagoi vaimeammin yleisiin kurssimuutoksiin, jolloin siihen kohdistuva riskikin on pienempi. Riskittömän sijoituskohteen beta on 0. Kertomalla beta-kerroin β_i markkinoilta vaadittavalla riskipreemiolla $E(R_m) - R_f$ ja lisäämällä siihen riskittömän sijoituskohteen (R_f) tuotto, saadaan selville oman pääoman $E(R_i)$ tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2012, 150-151.)

2.4.4 Beta-kertoimen määrittäminen

Beta-kerroin kuvastaa osakkeen riskisyyttä suhteessa markkinaportfolion riskiin. Se muodostuu yrityksen operatiivisesta riskistä ja rahoituksellisesta velkaantumisesta syntyvästä riskistä, jotka molemmat ovat luonteeltaan toimialasidonnaisia. Operatiivinen riski muodostuu liikeriskistä sekä operatiivisesta velkaantumisesta. Liikeriskillä tarkoitetaan yhtiön tuotteiden ja palveluiden kysynnän vaihtelusta aiheutuvaa liiketoiminnan riskiä, jota voidaan mitata tarkastelemalla liikevaihdon vaihtelua. Mittaaminen tapahtuu jakamalla liikevaihdon keskihajonta liikevaihdon keskiarvolla. Mitä suurempaa vaihtelua liikevaihdoissa tapahtuu, sitä suurempi riski yhtiöön kohdistuu, jonka myötä myös sen tuottovaatimus nousee. Operatiivinen velkaantuminen tarkoittaa kiinteiden ja muuttuvien kulujen suhdetta kokonaiskustannuksiin. Muuttuvat kulut joustavat yrityksen tuotantomäärän mukaisesti, kun vastaavasti kiinteät kulut eivät laske liikevaihdon laskiessa. Mitä suuremmat yrityksen kiinteät kulut kokonaiskustannuksista ovat, sitä suuremmat ovat yritykseen kohdistuvat riskit. (Kallunki & Niemelä 2012, 161-170.)

Omana tekijänään on otettava huomioon yrityksen koko, koska yritykseen kohdistuvaan riskiin vaikuttaa myös se, kuinka helposti sen osakkeet ovat vaihdettavissa rahaksi. Mitä vaikeampaa osakkeiden rahaksi muuttaminen on, sitä korkeammaksi myyntikustannukset kasvavat ja sitä epävarmempaa niiden myynnistä saatava hinta on. Listaamattomien yhtiöiden kohdalla osakkeiden myyminen on huomattavasti hankalampaa, kuin listattujen yhtiöiden osakkeiden. Riski vielä korostuu, mikäli osakkeiden omistajakanta on vähäinen. Tämän vuoksi listaamattomilta yrityksiltä vaaditaan yleensä 4-5 prosenttiyksikköä suurempaa tuottovaatimusta, kuin vastaavanlaisesta listatusta yrityksestä. (Kallunki & Niemelä 2012, 171-172.)

Listatuille yhtiöille beta-kerroin lasketaan regressioanalyysin avulla, jolla selvitetään osakkeen tuoton vaihtelua suhteessa markkinaportfolioon, mutta listaamattomien yhtiöiden beta-kerrointa ei osakekurssien historiatietojen puuttumisen vuoksi samalla mallilla ole mahdollista selvittää. Listaamattomilla yhtiöillä beta-kerroin voidaan määrittää toimialan keskimääräistä beta-kerrointa käyttäen, jolla saadaan selvitettyä regressioanalyysiä luotettavampi beta-kerroin, koska beta-kertoimeen vaikuttavat tekijät ovat hyvin toimialasidonnaisia. Siinä yrityksen samalla toimialalla toimivista listatuista yrityksistä muodostetaan verrokkiyrityksistä muodostuva portfolio ja lasketaan niiden keskiarvo, jolloin yrityskohtaiset mittausvirheet saadaan eliminoitua pois. (Seppänen 2017, 236-237.)

Toimialan keskimääräinen beta-kerroin voidaan selvittää käyttämällä listattujen yritysten beta-kertoimen määrittämisessäkin käytettävää regressioanalyysiä, jossa toimialan indeksistä regressoidaan markkinaindeksiä vastaan (Vaihekoski 2016). Toimialan keskimääräinen beta-kerroin saadaan jakamalla toimialaindeksin ja markkinaindeksi välinen kovarianssi eli yhteisvaihtelu markkinaindeksin varianssilla eli kokonaisvaihtelulla. Näin saadaan selville toimialan riskisyys suhteessa kaikkiin toimialoihin. (Katramo ym. 2013, 157). Toimialabetan laskentakaava esitetään kuviossa 3.

$$\beta_L = \text{cov}(R_t, R_m) / \text{var}(R_m)$$

$\text{cov}(R_t, R_m)$ = toimialan ja markkinoiden välinen kovarianssi

$\text{var}(R_m)$ = markkinaindeksin varianssi

β_L = toimialan keskimääräinen beta-kerroin

KUVIO 3. Toimialabetan laskentakaava (Katramo ym. 2013, 157)

Koska toimialalla toimivien yritysten pääomarakenteissa on eroja, on saaduista toimialan beta-kertoimista eliminoitava yritysten pääomarakenteista johtuvat erot pois, jotta saadaan selville ainoastaan operatiivista riskiä kuvasta beta. Rahoitusriskistä puhdistettujen

portfolioryitysten keskiarvo kerrotaan tämän jälkeen yrityksen omalla pääomarakenteella, jolloin beta-kerroin kuvastaa sekä toimialan operatiivista, että yrityksen rahoituksellista riskiä. (Seppänen 2017, 237-239.) Kuviossa 4 avataan prosessin vaiheiden laskentakaavat joilla saadaan selville yrityksen beta-kerroin, joka muodostuu toimiala-betan ja yrityksen velkarakenteen perusteella.

Toimialabetan keskiarvon oikaiseminen velkavivusta

$$\beta_{UL} = \beta_L / [1 + (1 - \text{Vero-}\%) \times D/E]$$

Toimialabetan uudelleen vivuttaminen kohdeyritykselle

$$\beta_{RL} = \beta_{UL} \times [1 + (1 - \text{Vero-}\%) \times D/E]$$

β_L Oikaisematon beta eli vivutettu beta perustuen yrityksen osakkeen tuotoista estimoituun betaan

β_{UL} Velkavivuttamaton beta

β_{RL} Kohdeyrityksen velkarakenteella uudelleen vivutettu beta

Vero-% Yrityksen efektiivinen verokanta (%)

D/E Korollisten velkojen (D) ja oman pääoman (E) markkina-arvoilla laskettu suhde

KUVIO 4. Betan unleverointi ja uudelleen leverointi (Seppänen 2017, 238)

Kuviossa 4 esitetyllä tavalla saadaan määritettyä toimiala-betasta yhtiökohtainen beta-kerroin. Beta-kerrointa käytetään CAP-mallissa oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä.

2.4.5 Koko pääoman tuottovaatimus

Vieraalla pääomalla ja omalla pääomalla on erikokoinen tuottovaatimus, ja niiden suhteellinen määrä vaihtelee yrityksittäin. Koko pääoman tuottovaatimus lasketaan vieraan pääoman ja oman pääoman tuottovaatimusten keskiarvona samassa suhteessa niiden määrään yrityksen kokonaispääomasta. Koko pääoman tuottovaatimusta määrittäessä otetaan myös huomioon vieraan pääoman verotuksen vaikutus, koska sen korkomaksut ovat yritykselle vähennyskelpoisia. Oman pääoman korkomaksuja ovat osingot, jotka eivät ole vähennyskelpoisia, koska niiden maksu tapahtuu vasta verojen maksun jälkeen. Yrityksen painotetun pääoman keskimääräinen kustannus lasketaan käyttäen WACC-kaavaa (weighted average cost of capital), joka esitetään kuviossa 5. (Kallunki & Niemelä 2012,

172-183.) WACC-kaavan avulla saadaan selville koko pääoman tuottovaatimus, jota käytetään tuottovaatimuksena kassavirtaperusteisessa mallissa.

$$WACC = (E / V) \times R_E + (D / V) \times R_D (1 - T_C)$$

E = yrityksen oman pääoman (markkina-)arvo

D = vieraan pääoman (markkina-)arvo

V = koko pääoman (markkina-)arvo

R_E = oman pääoman tuottovaatimus

R_D = vieraan pääoman tuottovaatimus

T_C = yhtiöverokanta

KUVIO 5. WACC-kaava (Kallunki & Niemelä 2012, 181)

Yrityksen kannalta vieras pääoma on yleisesti yritykselle edullisempaa kuin oma pääoma, mikä tekee siitä houkuttelevan rahoitusmuodon. Vieraan pääoman korkokulut ovat myös yleensä vähennyskelpoisia. Korkeampi vieraan pääoman suhde laskee koko pääoman tuottovaatimusta, jonka myötä oman pääoman tuotto kasvaa. Yhtiön operatiiviset riskit asettavat kuitenkin rajoitteita vieraan pääoman määrälle, koska yhtiön on selviydyttävä sen kustannuksista vaikeinakin aikoina. Optimaalinen vieraan ja oman pääoman suhde on hyvin toimialariippuvaista. Mitä suuremmat yhtiön operatiiviset riskit ovat, sitä pienempi sen vieraan pääoman määrä suhteessa koko pääomaan tulisi olla. (Frykman & Tolleryd 2010, 77-78.)

2.5 Arvonmääritysmallit

Yrityksen tai yksittäisen osakkeen arvonmäärittäminen on mahdollista toteuttaa usealla eri tavalla. Todenmukaisin kuva yrityksen arvosta saadaan selvittämällä sen tulevaisuuden odotettuihin tuottoihin perustuva arvo. (Kallunki & Niemelä 2012, 185-186.) Yrityksen arvoa voidaan verrata toisiin saman toimialan yrityksiin vertailemalla niiden tilinpäätöstunnuslukuja keskenään. Tämä on nopea ja vaivaton tapa yritysten keskinäiseen vertailuun, mutta listaamattoman yhtiön arvonmäärittäystä ei tilinpäätöstunnuslukujen avulla pystytä suorittamaan, joten luotettavin arvonmäärittäminen saadaan aikaiseksi arvonmäärittäsmalleja käyttämällä. (Kallunki & Niemelä 2012, 189-192.) Arvonmäärittäsmallien yhteinen tekijä on yrityksestä tulevaisuudessa saatujen rahavirtojen diskonttaaminen nykyarvoon pääoman tuottovaatimuksella. Tulevaisuudessa yrityksestä oletettavasti saatavat tuotot on muutettava nykyarvoon tuottoihin kohdistuvan riskin ja epävarmuuden vuoksi. (Kallunki & Niemelä 2012, 219-221.)

Tulevien vuosien ennusteiden laatiminen pitkälle tulevaisuuteen on hankalaa. Tämän vuoksi arvonmääritysmalleilla suoritettavan laskennan helpottamiseksi ennusteet laaditaan useimmiten lähivuosille, joiden jälkeen yrityksen oletetaan kasvavan tasaista vauhtia. Tätä tasaisen kasvun vaihetta kutsutaan päätearvoksi. Päätearvo muodostaa usein merkittävän osan yrityksen arvonmääritysmallien tuottamasta arvosta, mutta päätearvon tuotosten diskonttaaminen pienentää niiden lopullista osuutta. Päätearvon laskenta noudattaa sitä edeltävän vuoden oletuksia, joten sen laskenta tulee aloittaa tasaisen kasvun vaiheesta. Päätearvon laskennassa käytettävien tulevien vuosien kasvuvauhdin tulee olla realistisella tasolla. Päätearvon kasvuvauhti ei voi ylittää reaalista bruttokansantuotteen kasvua, koska olettamalla päätearvon kasvun jatkuvan sitä suuremmalla vauhdilla, kasvaisi yritys lopulta koko bruttokansantuotetta suuremmaksi. (Frykman & Tolleryd 2010, 88-89.)

2.5.1 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvo saadaan vähentämällä yrityksen varoista velat, jolloin saadaan selville sen kirjanpidollinen arvo. Substanssiarvossa ei huomioida yrityksen tulevia tuotteita, joten kannattavaa liiketoimintaa tekeväälle yritykselle substanssiarvo antaa alhaisen arvion yrityksen arvosta. (Rantanen 2012, 87-89.)

Yrityksen käypä arvo voi erota tasearvoista huomattavasti riippuen siitä, miten eri omaisuuserät ovat kirjanpidossa arvostettu. Käyvällä arvolla tarkoitetaan hintaa, joka kohteesta todennäköisesti olisi saatavissa, mikäli se kyseisellä hetkellä myytäisiin. Ostajan näkökulmasta liiketoiminnan kannalta olennainen varallisuus tulisi eritellä muusta varallisuudesta irrallseen substanssiarvoa määrittäessä, koska runsas liiketoimintaan kuulumaton varallisuus voi vaikeuttaa yrityskaupan rahoitusta. Substanssiarvolla saadaan kuitenkin yksinkertaisilla toimenpiteillä selvitettyä yrityksen vakuudet ja velkaisuus, joten sillä on merkitystä yrityskaupan rahoitusta suunniteltaessa. (Rantanen 2012, 87-89.) Lopettavan tai purettavan yrityksen arvon määrittämiseen substanssiarvo soveltuu parhaiten (Tekniikan akateemiset, 2018).

2.5.2 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen oman pääoman arvonmääritysmalli, joka toimii lähtökohtana kehittyneemmille malleille. Osinkoperusteisessa mallissa ei ole otettu huomioon sitä, että yritykset jakavat tuloksestaan vain osan osinkoina, mikä tekee siitä yksinkertaisen ja helpon arvonmääritysmallin, mutta sitä voidaan samalla pitää mallin heikkoutena. Tulevien jaettavien osinkojen arvioiminen pitkälle tulevaisuuteen on usein myös tulostenusteidien laatimista hankalampaa, mikä asettaa osinkoperusteiselle mallille rajoitteita.

Osinkoperusteisessa mallissa yrityksen arvo muodostuu tulevien vuosien osingoista, jotka diskontataan nykyhetkeen oman pääoman tuottovaatimuksella. Luotettavin osinkoperusteisella mallilla tehtävä arvonmääritys saadaan arvioimalla tulevat osingot seuraaville vuosille niin pitkälle kuin on luotettavasti mahdollista, jonka jälkeen osinkojen oletetaan kasvavan tasaisesti arvioidulla kasvuvauhdilla. (Kallunki & Niemelä 2012, 211-223.) Osinkojen kasvumalli esitetään kuviossa 6.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_t(1+g)}{r-g} / (1+r)^t$$

P_0 = osakkeen osinkoperusteinen arvo

D_t = osingot vuonna t

g = osinkojen odotettu vuotuinen kasvunopeus

r = oman pääoman tuottovaatimus

KUVIO 6. Osinkojen kasvumalli (Kallunki & Niemelä 2012, 223)

Kuviossa 6 esitetty D_t edustaa vuotta, jolloin tasainen osingon kasvuvauhti saavutetaan. Nämä tulevien vuosien rahavirrat tulee vielä diskontata nykyarvoon oman pääoman tuottovaatimusta käyttäen, jolloin saadaan selville osakkeen osinkoperusteinen arvo. (Kallunki & Niemelä 2012, 223.)

2.5.3 Kassavirtaperusteinen malli

Kassavirtaperusteisessa mallissa yrityksen arvo saadaan selville laskemalla yrityksen tulevat vapaat kassavirrat, ja diskonttaamalla ne nykyarvoon. Yrityksen vapaa kassavirta lasketaan vähentämällä nettotuloksesta investoinnit sekä käyttöpääoman muutos. Yrityksen kassavirtaan eivät sisälly poistot tai muut tilikauden tilinpäätöksen tulokseen vaikuttavat tuloksenjärjestelykeinot, vaan kassavirta perustuu ainoastaan tilikauden aikana kassaan tulleista tuotoista ja kassasta maksetuista menoista. Koska yrityksen nettotuloksesta poistot ovat jo vähennetty, eivätkä ne ole kassavirtavaikuttavia kuluja, tulee ne lisätä nettotulokseen. Yrityksen vapaata kassavirtaa ovat siis ne yrityksen tuotot, jotka ovat tilikauden päätteeksi omistajille jaettavissa. Yleisimmin käytössä oleva kassavirtamalli on FCF, eli free cash flow malli, jossa veroista ei vähennetä korkomaksujen verovähennyskelpoista osuutta. (Kallunki & Niemelä 2012, 224-229.) Kuviossa 7 esitetään tiivistetyssä muodossa vapaan kassavirran keskeiset erät.

$$\begin{aligned} &\text{Vapaa kassavirta} \\ &= \\ &\text{nettotulos} + \text{poistot} - / (+) \text{ käyttö pääoman muutos} - \text{bruttoinvestoinnit} \end{aligned}$$

KUVIO 7. Kassavirran keskeiset erät (Katramo ym. 2013, 133)

Yrityksen investoinnit ovat yleensä suurimpia kassasta maksettavia kulueriä. Investointeja ovat aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden hankinnat, joita yritys joutuu tekemään kasvaakseen tai uusiakseen liiketoimintaan tarvittavia hyödykkeitä. Yleisimpiä suuria investointi kohteita ovat hankittavat rakennukset, koneet ja kalusto. Käyttöpääoman muutos ei yleensä ole yhtä merkittävä kassavirtaan vaikuttava tekijä vakiintunutta tulosta tekevälle yritykselle, mutta kasvuvaiheen yrityksellä käyttö pääoman lisäykset voivat huomattavasti pienentää yrityksen kassavirtaa. (Kallunki & Niemelä 2012, 228-229.) Kuviossa 8 esitetään merkittävimmät käyttö pääoman muutokseen vaikuttavat tekijät.

Käyttöpääoman muutokseen sisältyvät merkittävimmät erät:

- +/- Vaihto-omaisuuden muutos
- +/- Myyntisaamisten muutos
- +/- Ostovelkojen muutos
- = Käyttöpääoman muutos

KUVIO 8. Käyttöpääoman muutoksen merkittävimmät erät (Kallunki & Niemelä 2012, 228)

Tulevien vuosien kassavirtojen ennustaminen toteutetaan arvioimalla tulevien vuosien nettotuloksen kehitystä. Tämän lisäksi ennustetaan käyttö pääoman muutokset, joiden voidaan arvioida olevan tietty prosentuaalinen osuus liikevaihdosta. Tulevien investointien määrän arvioiminen on ennusteiden merkittävin vaihe, ja niiden määrä tulee ennustaa lähelle ennakoitujen poistojen määrää, jotta realistisen hinta-arvio voidaan saavuttaa. Lähivuosien ennustettujen kassavirtojen lisäksi tarvitaan arvio ennustettujen vuosien jälkeiselle kasvulle, jonka oletetaan pysyvän vakiona. (Katramo ym. 2013, 133-134.) Konservatiivisissa ennusteissa tämän kasvun tulee olla realistisella tasolla, eikä se saa ylittää inflaatio-odotuksia. Ennustamalla päätearvon kasvun inflaation suuruiseksi reaalisen kasvun suuruus jää nolnaan. (Seppänen 2017, 264.)

Tuottojen nykyarvoon diskonttaamisessa käytetään pääoman tuottovaatimusta, WACC:a, josta vähennetään tulevien vuosien kasvuoletus. Arvioitavissa olevien lähivuosien jälkeisistä vuosista käytetään nimitystä päätearvo. Päätearvon osuuden ei tulisi ylittää 50

prosenttia liiketoiminnan lopullisesta arvosta, jotta sitä voidaan pitää luotettavana. (Kattamo ym. 2013, 134-135.) Kuviossa 9 esitetään kassavirtaperusteisen FCF-mallin kaava.

$$NV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_t(1+g)}{r-g} / (1+r)^t$$

NV = yrityksen nettoarvo

FCF = ennustettu vapaa kassavirta

r = pääoman tuottovaatimus (WACC)

g = pitkän aikavälin kasvu

KUVIO 9. Kassavirtaperusteinen FCF-malli (Kallunki & Niemelä 2012, 226)

Samalla tavalla kuin osinkoperusteisessa mallissakin FCF_t edustaa vuotta, josta eteenpäin vapaan kassavirran ennustetaan kasvavan tasaiseen tahtiin. Nämä tulevien vuosien kassavirrat on vielä diskontattava nykyarvoon, jolloin saadaan selville yrityksen kassavirtaperusteinen arvo.

Kassavirtaperusteiseen malliin vaikuttavat merkittävästi käytetyt oletukset pääoman tuottovaatimuksesta, pitkän aikavälin kasvuprosentista, yrityksen kannattavuudesta tai muista arvioiduista olennaisesti arvoon vaikuttavista muutoksista, joten näiden muutoksien vaikutusta yrityksen arvoon on hyvä testata herkkyyksianalyysillä. Herkkyyksianalyysissä testataan yrityksen arvoa käyttäen eri oletuksia, ja vertaamalla niitä ristiin. Herkkyyksianalyysi voidaan toteuttaa Excelissä, jossa luodaan taulukko käytettyjen oletusarvojen muutoksien vaikutuksista yrityksen arvoon. (Kallunki & Niemelä 2012, 232-233.)

2.5.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomallissa yrityksen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tulevista oman pääoman tuottovaatimuksen ylittävistä tuotoista. Lisäarvomallissa suurempi osa yrityksen arvosta muodostuu sen kirjanpidollisesta arvosta, eikä ennustetuilla tuotoilla ole niin suurta painoarvoa lopullisen hinnan muodostumisessa kuin kassavirtaperusteisessa mallissa, jonka vuoksi se ei ole yhtä herkkä oletusarvojen muutoksille. (Kallunki & Niemelä 2012, 236-237.)

Yrityksen kirjanpidollinen arvo on sen varat vähennettynä veloilla, eli yrityksen kirjanpidollinen substanssiarvo. Yrityksen tuottama lisävoitto lasketaan vähentämällä yrityksen ennustetuista tuotoista sijoittajan tuottovaatimus. Sijoittajan tuottovaatimus saadaan

kertomalla kyseisen vuoden kirjanpidollinen arvo oman pääoman tuottovaatimuksella. Kirjanpidolliseen arvoon lisätään kullekin vuodelle ennustetun nettotuloksen ja yrityksen arvioidun omistajille maksamien osinkojen erotus edellisen vuoden kirjanpidolliseen arvoon. Osingonjakosuhte voidaan määrittää yrityksen osingonjakopolitiikan pohjalta, tai sitä voidaan arvioida historiallisen kehityksen perusteella. Kun ennustetuista tuotoista vähennetään sijoittajan vaatimat tuotot, saadaan selville yrityksen tuottama lisäarvo. Kuten kassavirtaperusteisessa mallissa, myös lisäarvomallissa ennustettujen lähivuosien jälkeisen kasvun ennustetaan pysyvän vakiona, ja tulevien vuosien kasvuoletuksen avulla määritetään päätearvo. Kaikki tulevat tuotot diskontataan nykyarvoon, jonka tuloksena saadaan lisäarvomallin avulla laskettu yrityksen arvo. (Katramo ym. 2013, 135-137.) Lisäarvomallin laskentakaava esitetään kuviossa 10.

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{ae_t}{(1+r)^t} + \frac{ae_t(1+g)}{r-g} / (1+r)^t$$

P_0 = yrityksen arvo

BV_0 = yrityksen kirjanpidollinen arvo

ae = yrityksen tuottama lisävoitto

r = oman pääoman tuottovaatimus

g = pitkän aikavälin kasvu

KUVIO 10. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2012, 236)

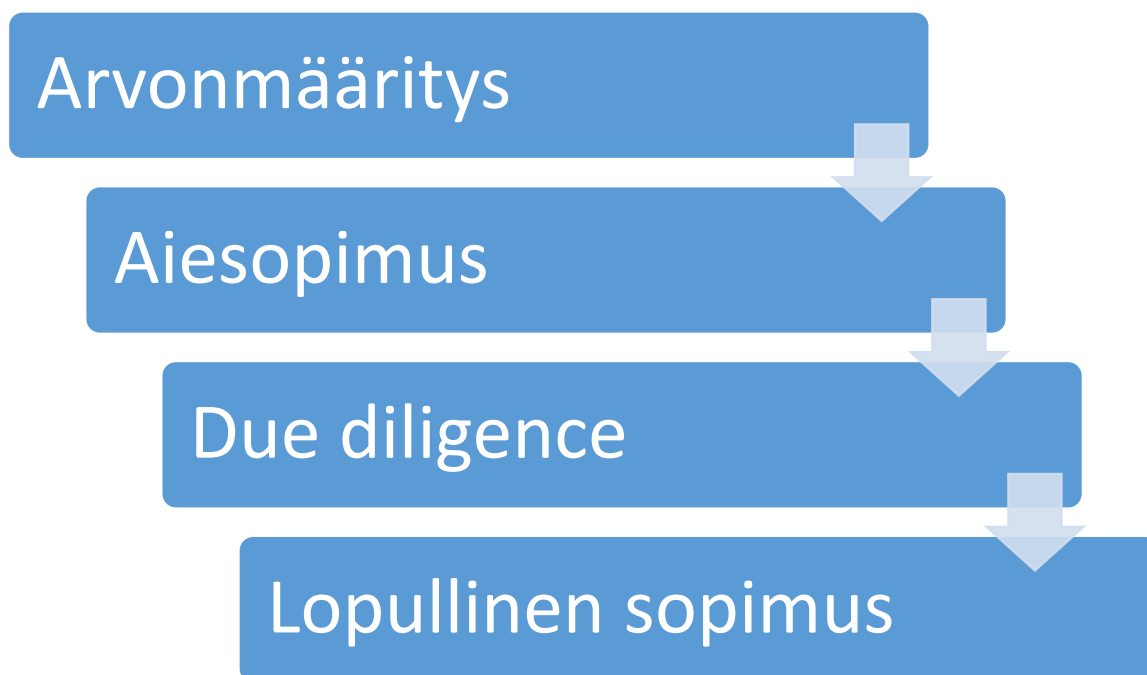
Lisäarvomalli ei ole yhtä herkkä tulevien tuotto-odotusten ennusteille kuin kassavirtamalli. Lisäarvomallissa merkittävä osa yrityksen lopullisesta arvosta muodostuu sen kirjanpidollisesta arvosta. (Katramo ym. 2013, 137.)

3 OSAKEYHTIÖN YRITYSKAUPPA

3.1 Yrityskaupan eteneminen

Yrityksen arvonmäärityksen valmistuttua voidaan yrityskauppaprosessissa edetä seuraaviin vaiheisiin. Myyjän tulisi olla tietoinen eri luopumistapojen erityspiirteistä, ja niiden verotuskohtelusta. Ostajaehdokkaan löytyessä ja osapuolten päästessä alustavaan yhteisymmärrykseen kauppahinnasta, toteutustavasta ja muista pääasiallisista ehdoista, tehdään usein aiesopimus tai ehdollinen kauppakirja, jolla ostaja sitoutuu ostamaan ja myyjä myymään yhtiön, mikäli due diligence-tutkimuksissa ei ilmene mitään kaupan kannalta raskauttavaa. Aiesopimuksen allekirjoittamisen jälkeen myyjä voi päästää ostajan tutustumaan tarkemmin yhtiöön, ja sen dokumentaatioon. (Osuuspankki 2018, 9–11.)

Osakeyhtiön yrityskauppa suoritetaan yleensä myymällä yrityksen osakkeet tai osuudet tai vaihtoehtoisesti yrityksen liiketoiminta (Suomen Yrittäjät 2015a). Toisinaan yrityskauppa suoritetaan lahjanluonteisena kauppana, yritys puretaan, tai se lahjoitetaan (Lakari 2012, 12-13). Tässä opinnäytetyössä keskitytään pienyhtiön koko osakekannan tai liiketoiminnan myyntiin. Kuviossa 11 esitetään yrityskauppaprosessin tyypilliset vaiheet.



KUVIO 11. Yrityskauppaprosessin tyypilliset vaiheet

Yrityskaupan toteutuksen helpottamiseksi voidaan yhtiörakennetta muuttaa mm. jakautumisella. Jakautuminen voidaan toteuttaa missä tahansa vaiheessa ennen lopullisen sopimuksen solmimista.

3.1.1 Due diligence

Ostajan on hyvä tuntea kaupankäynnin kohteena oleva yritys, mutta myös myyjän on hyvä olla tietoinen myynnin myötä sitoutumiinsa riskeihin. Myyjällä on yrityskaupassa tiedonantovelvollisuus ja ostajalla ennakkotarkastusvelvollisuus. (Katramo ym. 2013, 338.) Due diligence-tutkimus tarkoittaa huolellista tutkimusta yrityksen liiketoimintaa, taloudellista tilaa, verotusta ja yhtiöoikeudellisia riskejä kohtaan, ja sen selvityksen myötä pyritään sopimuksellisesti kattamaan kauppakohteen mahdolliset virheet myyjän antamilla vakuutuksilla ja vahingonkorvausvelvollisuuksilla. (Osuuspankki 2018, 11.)

Myyjän ollessa luonnollinen henkilö käytetään usein sulkutilijärjestelyä, jolla varmistetaan myyjän varojen kattavuus vahingonkorvausten suorittamiseen vielä vuosienkin päästä sopimuksen tekohetkestä. Mikäli myyjä ei ole suostuvainen sulkutilijärjestelyihin sitoutumaan, korostuu huolellisen due diligencen merkitys. (Katramo ym. 2013, 203.)

3.1.2 Yrityskaupan sopimukset

Yrityskauppa on vapaamuotoinen tapahtuma, joten lain puolesta pelkkä suullinen sopimus on riittävä, mutta koska käytännössä sopimukset koskevat merkittäviä liiketoimia, on sopimukset hyvä toteuttaa huolellisesti. Salassapitosopimus tehdään useimmiten aiesopimuksen tai ehdollinen kauppakirjan laatimisen yhteydessä, ja sillä pyritään turvaamaan myyjän salassapitotarve sekä mahdollistamaan ostajalle yrityksen tarkempi tutkiminen. (Katramo ym. 2013, 344-346.) Aiesopimus on ei-sitova asiakirja, jolla ostaja ilmaisee halukkuutensa yrityksen hankintaan ja myyjä myöntää ostajalle yksinoikeuden perehtyä osto-kohteeseen ja neuvotella kaupasta, eikä se velvoita tekemään lopullista sopimusta (Katramo ym. 2013, 349-350).

Kun kaikista yksityiskohdista on päästy osapuolten välillä yhteisymmärrykseen, voidaan aloittaa varsinaisen sopimuksen laadinta. Sopimus kannattaa laatia mahdollisimman yksityiskohtaisesti tulkinnanvaran minimoimiseksi. Kauppakirjassa sovittavista asioista tärkeimpiä ovat kaupan kohde, kauppahinta ja mahdolliset tulossidonnaisuudet, maksuaikataulu sekä omistuksen siirtyminen, myyjän vakuutukset ja vahingonkorvausvelvollisuudet, sopimukset myyjän kilpailukiellosta, salassapitovelvollisuuksista, myyjän ja ostajan vastuun rajaamisesta sekä kauppakirjan tulkinnasta ja erimielisyyksien ratkaisemisesta. Kauppakirjaan kannattaa myös sisällyttää sopimussakkopykälä. (Osuuspankki 2018, 12.)

Usein kauppahinnasta sovitaan kiinteä ja muuttuva osuus, koska kauppahinta perustuu yleensä viimeisinpäin tarkistettuun tilinpäätökseen, jonka jälkeen yrityksen varallisuustilanne on usein muuttunut. Muuttuvan osuuden avulla yrityksen tuotto tai tappio

sopimuksen täytäntöönpanopäivään saakka kuuluu myyjälle. Usein täytäntöönpanopäivän tilanne tarkistetaan laatimalla erillinen välitilinpäätös. Täytäntöönpanopäivänä maksetaan arvioitu kauppahinta, jota tarkistetaan tyypillisesti 1 – 2 kuukauden jälkeen. (Katramo ym. 2013, 358-359.)

Myyjä on lain perusteella velvollinen kertomaan ostajalle kaikki yritystä koskevat olennaiset seikat, jotka voisivat kaupantekoon vaikuttaa. Ostaja voi edellyttää myyjältä lisävakuuksia tiettyjen kaupan kohteiden osalta. Tyypillisimmin sopimuksessa vaaditaan vakuutettavaksi myyjän omistavan myytävät osakkeet, ja niiden olevan rasitevapaita, ettei yhtiö ole laskenut liikkeelle oikeuttavia instrumentteja, tilinpäätöksen paikkansapitävyydestä sekä yrityksen solmimien sopimusten ehdoista. (Katramo ym. 2013, 360-369.) Sopimukseen kirjataan myös korvausvastuulauseke rajoittamaan myyjän osalta vastuuta niin määrällisesti kuin ajallisestikin. Tyypillisesti korvausvastuun kesto on 12 – 24 kuukautta täytäntöönpanopäivästä. (Katramo ym. 2013, 372.)

Liiketoimintakaupassa on tarpeellista eritellä mitkä liiketoiminnan erät sopimukseen kuuluvat, ja mitkä eivät kuulu. Tavanomaisesti kaupan ulkopuolelle jätetään rahavarat ja sijoitukset sekä rahoitusvelat. Lain mukaan työntekijät jatkavat yrityksen palveluksessa vanhoina työntekijöinä, eikä sitä voi sopimalla muuttaa. Jo myytyihin tuotteisiin tai palveluihin kohdistuvat takuut määritetään sopimuksessa erikseen. Siirtyvien erien ja siirtovelkojen vuoksi liiketoiminnankaupassakin sovitaan yleensä osakekaupan tavoin erillisestä tasauksesta, joka tarkistetaan tietyn ajan kuluessa. (Katramo ym. 2013, 375-376.)

3.1.3 Jakautuminen

Ennen yrityskauppaa yhtiön on mahdollista suorittaa jakautuminen yrityskaupan toteuttamisen helpottamiseksi. Jakautumisessa osakeyhtiö jaetaan kahdeksi tai useammaksi itsenäiseksi yhtiöksi. Jakautuminen voidaan suorittaa joko kokonais- tai osittaisjakautumisena. (Lakari 2012, 98.)

Osittaisjakautumisessa nykyisestä yrityksestä siirretään osa uuteen tai uusiin yhtiöihin, eikä sillä ole vaikutusta voimassaoleviin sopimussuhteisiin tai muihin liiketoiminnan kanalta merkittäviin asioihin. Osittaisjakautumisessa ainoastaan osa sen liiketoiminnasta siirretään erilliseen uuteen yhtiöön. Osittaisjakautumisella voidaan siirtää yrityskaupan toteutumista rajoittavia varallisuuseriä, jolloin kauppahintaa ja verotettavaa luovutusvoittoa saadaan alhaisemmaksi. (Katramo ym. 2013, 186-190.) Verolainsäädäntö kuitenkin edellyttää osittaisjakautumisessa muodostettavan uuden yhtiön sekä vanhan yhtiön muodostavan liiketoimintakokonaisuuden, joka pystyy toimimaan itsenäisesti. Yksittäistä kiinteistöä tai kertyneitä ylimääräisiä sijoitusvaroja ei pidetä liiketoimintakokonaisuutena, mikäli ne

muodostavat liiketoimintakokonaisuuden vasta vastaanottavassa tai jakautuvassa yhtiössä järjestelyn jälkeen. Tällöin omaisuuden katsotaan siirtyneen yhtiöltä osakkaalle, jolloin siitä maksetaan luovutusvoittoveroa. (Laki elinkeinotulon verottamisesta, 52 §; Osakeyhtiölaki, 17 luku 1§-2§.)

Kokonaisjakautumisessa yhtiö puretaan, jolloin kaikki varat ja velat siirretään kokonaisuudessaan uusiin perustettaviin yhtiöihin, ja vanha yritys purkautuu ilman selvitysmenettelyä (Lakari 2012, 99). Kokonaisjakautumisessa yrityksen y-tunnus vaihtuu, jonka myötä yhtiön sopimukset ja lupa-asiat on järjesteltävä uudelleen. Kokonaisjakautumiselle ei ole asetettu edellytystä liiketoimintakokonaisuuksista, joten se sopii taseen keventämiseen kiinteistöjä ja kertynyttä sijoitusvarallisuutta eriyttäessä. Osakkeiden jakautuminen ei vaikuta osakkeiden tosiasialliseen omistusaikaan, jolla on merkitystä luovutusvoittoverotuksessa hankintameno-olettamaa sovellettaessa. Veroneutraalin jakautumisen ehtona on rahavastikkeen rajoittuminen 10 prosenttiin vastikkeena annettavien osakkeiden nimellisarvosta, joten käytännössä jakautuvan yhtiön osakkaat saavat aina jakautumisvastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita suhteessa aikaisempaan osuuteensa. (Laki elinkeinotulon verottamisesta, 52 §; Osakeyhtiölaki, 17 luku 1§-2§.)

3.2 Osakekauppa

Osakeyhtiömuotoisen yrityksen kaupassa yhtiön osakkeet myydään vastiketta vastaan. Useimmiten vastike on rahaa, mutta kaupan osapuolet voivat sopia myös vaihtokaupasta muuhun rahanarvoiseen omaisuuteen. Osakeyhtiömuotoisen yrityksen osakkeet ovat arvopapereita, joten ostajan maksettavaksi tulee varainsiirtovero ja myyjän maksettavaksi luovutusvoitto, joka verotetaan pääomatulona. (Lakari 2012, 10.)

Yhtiön omistamien omaisuuserien, kuten kiinteistön, omistaja ei kaupanteon vuoksi vaihdu, vaan omistajana on edelleen sama yhtiö (Suomen Yrittäjät 2015b). Yhtiön voimassa olevat sopimukset jatkuvat sellaisinaan. Voimassa oleviin työsopimuksiin ei kaupan teolla voi erikseen sopimalla vaikuttaa. Rahoitussopimuksissa on usein ehto, jonka myötä rahoittaja voi vaatia lainat maksettavaksi, mikäli yhtiön omistus vaihtuu. Silloin kun yrityksellä on paljon sopimussuhteita, on järkevämpää suorittaa kauppa yhtiön osakkeista, koska liiketoimintakaupassa nämä sopimukset jouduttaisiin neuvottelemaan uusiksi. Yrityskaupassa vastuu veloista siirtyy ostajalle. Yhtiömiehen vaihtuminen tulee kuitenkin ilmoittaa kaupparekisteriin, koska myyjä voi joutua vastuuseen vanhoista ja jopa tulevista veloista, mikäli velkoja ei ole tietoinen myyjän vastuun päättymisestä. (Suomen Yrittäjät 2015a.) Osakekauppa on myyjän kannalta paras vaihtoehto, koska yhtiön vastuut siirtyvät ostajalle ja luovutusvoiton verotus on liiketoimintakauppaa kevyempää (Osuuspankki 2018, 7).

Osakkeiden myynnistä myyjää verotetaan henkilökohtaisessa verotuksessa, mikäli osakkeiden myyntihinta ylittää poistamatta olevan hankintamenon ja voiton hankkimisesta aiheutuneet kulut, kuten myyntiprosessiin liittyvät kulut. Hankintamenoon lasketaan kuuluvaksi tehdyt lisäsijoitukset yhtiöön sekä omaisuuden hankintaan välittömästi liittyvät kulut, joita ovat muun muassa maksettu varainsiirtovero sekä leimavero. Mikäli myyntihinta on poistamatta olevaa hankintamenoa sekä voiton hankkimisesta aiheutuneita kuluja alhaisempi, syntyy luovutustappioita, jotka voidaan vähentää tulevista pääomatuloista seuraavan viiden kalenterivuoden aikana. Useimmiten luovutustappioita yrityskaupoissa syntyy lahjanluonteisen kaupan tai yrityksen konkurssin yhteydessä. (Tuloverolaki, 45§-46 §.)

Verotus toimitetaan verovelvolliselle edullisimman lopputuloksen tuottavalla tavalla, joten myyjä voi halutessaan käyttää hankintameno-olettamaa, jolloin luovutusvoittoa laskettaessa myyntihinnasta vähennetään 20 prosenttia, mikäli myyjä on omistanut osakkeet alle 10 vuotta, ja 40 prosenttia mikäli omistusaika on ollut vähintään 10 vuotta. Hankintameno-olettamaa käytettäessä, sen katsotaan sisältävän hankintamenon sekä voiton hankkimisesta aiheutuneet kulut, joten niitä ei voi enää lisätä hankintameno-olettamaan. Mikäli todellista hankintahintaa ei pystytä todentamaan, lasketaan luovutusvoiton määrä hankintameno-olettamaa käyttäen. Luovutusvoittoa maksetaan pääomatuloveroasteikon mukaisesti 30 prosenttia 30 000 euroon asti, jonka ylittävältä osuudelta veroprosentti on 34. Ostajalle maksettavaksi jäävän varainsiirtoveron määrä on 1,6 % kauppahinnasta, joka vastaavasti lasketaan mukaan hankintahintaa tulevaa luovutusvoittoa laskettaessa. Ostajan on oma-aloitteisesti maksettava varainsiirtovero kahden kuukauden kuluessa yrityskaupan tekemisestä. (Tuloverolaki, 46 §; Varainsiirtoverolaki 20 §.)

Riippumatta yrityskaupan muodosta, yrityksen luovutusvoittoja verotetaan lähtökohtaisesti kaupantekovuonna riippumatta siitä, milloin kauppahinta todellisuudessa maksetaan. Osa kauppahinnasta voidaan sopia tulossidonnaiseksi, jolloin tietty prosenttiosuus tulevan tai tulevien tilikausien tuloksesta maksetaan vasta jälkikäteen. Siinä tapauksessa myöhemmät kauppahintaerät verotetaan vasta niiden varmistuttua. Verotus voidaan suorittaa myös arvioon perustuen, mutta lopullisen kauppahinnan varmistuessa täytyy verotus osakaista todelliseen määräänsä. (Lakari 2012, 20-22.)

3.3 Liiketoimintakauppa

Toisinaan ostaja on kiinnostunut hankkimaan vain osan yrityksen liiketoimintaosa-alueesta tai ei halua kantaa aikaisempaan toimintaan liittyviä riskejä. Tällöin tehdään liiketoimintakauppa, jossa yritys myy tietyn osan liiketoiminnastaan. (Lakari 2012, 15.) Liiketoimintakaupassa yritys toimii myyjänä ja myynnistä syntyvät tuotot ovat yrityksen

myyntituloja. Liiketoimintakaupassa ostajan ei tarvitse maksaa varainsiirtoveroa. Ostaja voi vähentää maksamansa kauppahinnan normaaleina menojäännöspoistoina. (Lakari 2012, 11.)

Liiketoimintakauppa on ostajan kannalta turvallisempi, koska yhtiön vastuut eivät siirry ostajalle. Myyjän on liiketoimintakaupassa vaikeampi ennalta arvioida, kuinka paljon kauppahinnasta maksetaan veroja. (Osuuspankki 2018, 7.)

Liiketoimintakaupan verotus eroaa merkittävästi yrityskaupan verotuksesta. Kun yrityskaupassa myyntivoitot ovat myyjän pääomatuloja, liiketoiminnankaupassa myyjänä on yritys, ja myyntivoitoista verotetaan yritystä yhteisöverona, jonka suuruus on 20 prosenttia.

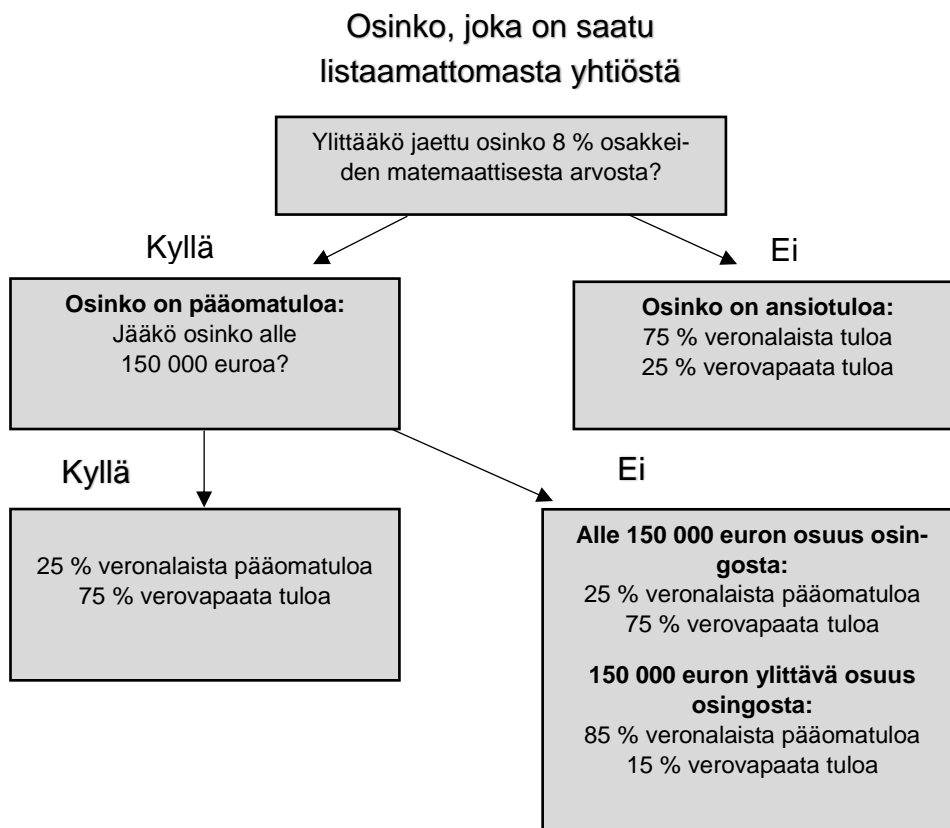
Myyntivoitoista yritys voi vähentää luovutettujen omaisuuserien poistamattomat meno- ja jäännökset. Liiketoimintakaupan jälkeen myyjä voi nostaa varat yrityksestä itselleen osinkoina tai palkkana. Myynnistä syntyneitä tuloja ei siis ole pakko nostaa kaikkia kerralla, vaan niiden nostaminen on mahdollista jaksottaa pidemmälle aikavälille. Osinkojen verotus listaamattomista yhtiöistä on hieman pääomaverotusta kevyempää. Osinkojen verotus määritetään osakkeiden matemaattisen arvon mukaisesti. Osakkeen matemaattinen arvo (kuvio 12) saadaan vähentämällä yhtiön varoista velat, ja jakamalla jäljelle jäävä nettovarallisuus osakkeiden lukumäärällä. (Laki elinkeinotulon verottamisesta, 5 §; Laki varojen arvostamisesta verotuksessa, 9 §.)

$$\frac{\text{VARAT} - \text{VELAT}}{\text{OSAKKEIDEN LUKUMÄÄRÄ}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{Osakkeen} \\ \text{matemaattinen} \\ \text{arvo} \end{array}}$$

KUVIO 12. Osakkeen matemaattinen arvo

Jaettavat osingot, joiden määrä ei ylitä 8 prosenttia osakkeiden matemaattisesta arvosta, verotetaan pääomatulona 150 000 euroon asti 75 prosenttisesti verovapaana, jolloin verotettavaa pääomatuloa nostettavista osingoista jää 25 prosenttia. Mikäli osinkojen määrä ylittää 150 000 euroa, mutta ei matemaattista arvoa, ylittävistä osuudesta veronalaista pääomatuloa on 85 prosenttia ja 15 prosenttia verovapaata tuloa. Maksettavat osingot, jotka ylittävät 8 prosenttia osakkeiden matemaattisesta arvosta, verotetaan ansiotulona. Ansiotuloina verotettavat varat verotetaan progressiivisena ansiotuloverotuksena, joista 25 prosenttia on verovapaata tuloa ja 75 prosenttia veronalaista ansiotuloa. Ennakkopidätyksen määrä maksetusta osingosta on 7,5 prosenttia 150 000 euroon asti, ja sen ylittävältä osuudelta 28 prosenttia. (Laki varojen arvostamisesta verotuksessa, 9 §;

Tuloverolaki, 33 b §.) Kuvio 13 havainnollistaa listaamattomien yhtiöiden osinkojen verotusta. Vaikka osinkojen verotus on pääomatuloverotusta kevyempää, on liiketoimintakauden kuluista koituvan yhteisöveron vuoksi myyjän kannalta aina edullisempaa myydä yrityksen koko osakekanta yrityskauppana.



KUVIO 13. Listaamattomien yhtiöiden osinkojen verotus (Verohallinto).

Osinkojen verotuskohtelussa on huomattavaa vaihtelua. Osinkojen verotukseen vaikuttaa niin jaettujen osinkojen kokonaismäärä, kuin niiden suhde osakkeiden matemaattisesta arvosta.

4 CASE-YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

4.1 Case-yrityksen esittely

Case-yrityksellä, jota jäljempänä kutsutaan Yritys X:si, on omistaja mukaan luettuna yhteensä 13 työntekijää. Yksi omistaja omistaa koko yrityksen osakekannan. Case-yrityksen arvonmäärittämisessä käytetään apuna toimeksiantajan kolmen edellisen tilikauden oikaistuja tilinpäätöksiä. Tilinpäätösten perusteella saadaan selville yrityksen kirjanpidollinen substanssiarvo, ja ne toimivat lähtökohtana tulevien odotettujen tuottojen määrittämisessä. (LIITTEET 1 & 2.)

Tulevien tuottojen, ja niihin pääsemiseksi tarvittavien investointien arvioimiseksi haastatellaan yrityksen toimitusjohtajaa. Haastattelu toteutetaan teemahaastatteluna, jonka avulla kartoitetaan yrityksen tämän hetkistä tilannetta, lähivuosien tuotto-odotuksia, tulevien investointien tarvetta, tulevaa rahoitusrakennetta ja lähivuosien osingonjakopolitiikkaa. Haastattelun avulla selvitetään myös eri omaisuususerien käyvät arvot, koska taseen kirjanpidolliset arvot eivät välttämättä kuvasta tällä hetkellä markkinoilta saatavaa hintaa. Toimitusjohtajan vastauksien perusteella arvioidaan osinkoperusteisen mallin, kassavirtaperusteisen mallin sekä lisäarvomallin tulevien vuosien tuotot ja kulut. Ennusteiden mukaan liikevaihto tulee kasvamaan tulevalla tilikaudella 8 prosenttia, seuraavan kahden vuoden aikana 5 prosenttia, ja siitä eteenpäin oletuksena käytetään konservatiivista 2 prosentin kasvuvauhtia. Oletuksena tulevista osingonjaoista on käytetty nykyistä osingonjakopolitiikkaa. (Toimitusjohtaja 2018. LIITE 3.)

4.2 Tilinpäätösanalyysi

Arvonmäärittäminen kohteena oleva yritys on listaamaton, jonka vuoksi tilinpäätösanalyysiä ei ole tarpeellista tehdä yhtä laajana kuin listatun yrityksen kohdalla. Analyysi tehdään olennaisimman informaation saamiseksi menneestä kehityksestä, eikä sitä käytetä kilpailijoiden tunnuslukujen vertailuun. Toimeksiantajayrityksen tilinpäätösten analysoinnilla pyritään samaan informaatiota yrityksen menneestä kannattavuudesta, velkaantuneisuudesta ja kasvusta.

Informatiivisimmat yrityksestä kertovat tunnusluvut ovat oman pääoman tuotto-%, sijoitetun pääoman tuotto-%, omavaraisuusaste-%, liikevaihdon kasvu-% sekä nettotuloksen kasvu-%. Ne antavat tietoa yrityksen menneestä kannattavuudesta, omalla pääomalla rahoitetusta osuudesta yhtiön varallisuudesta sekä liikevaihdon ja nettotuloksen kasvun kehityksestä. Taulukossa 1 esitetään toimeksiantajayrityksen tilinpäätösanalyysin tunnusluvut.

TAULUKKO 1. Yritys X:n tilinpäätöstunnusluvut

Tilinpäätöstunnusluvut	2015	2016	2017
Oman pääoman tuotto-%	8,2 %	12,2 %	12,0 %
Sijoitetun pääoman tuotto-%	10,5 %	15,3 %	15,1 %
Omavaraisuusaste-%	92,14 %	90,55 %	90,55 %
Liikevaihdon kasvu-%	6,2 %	-4,2 %	1,0 %
Nettotuloksen kasvu-%	-26,8 %	55,1 %	1,0 %

Yritys on onnistunut parantamaan kannattavuuttaan tilikaudesta 2015. Sen sijoitetun pääoman tuotto-% on erinomainen velattoman pääomarakenteen vuoksi. Oman pääoman tuotto on tyydyttävä. Vahvan oman pääoman vuoksi sen on hankalaa päästä korkeampiin oman pääoman tuottoihin. Koska liiketoiminnan kannalta välttämätöntä omaisuutta on yhtiön taseessa runsaasti, saisi oman pääoman tuottoprosenttia kasvatettua tasetta keventämällä. Yhtiö jakaa nykyisillään osinkoja 8 prosenttia sen matemaattisesta arvosta, jolla pyritään pitämään verotus kevyenä.

Yrityksen omavaraisuusaste on erinomainen. Sillä ei ole lainkaan korollista vierasta pääomaa, ja sen vieras pääoma koostuu lyhytaikaisista korottomista veloista.

Tilikaudella 2015 yrityksen liikevaihdon kasvussa on ollut poikkeama liiketoiminnan muiden tuottojen johdosta, jonka vuoksi tilikaudella 2016 yrityksen liikevaihto on laskenut. Koko tarkasteluajanjakson aikana varsinaisesta liiketoiminnasta syntyneen liikevaihdon kasvu on ollut maltillista. Nettotulos on laskenut tilikaudella 2015 kohonneiden toimintakulujen johdosta. Tilikaudella 2016 yritys on muuttanut toimintatapaansa, ja vähentänyt ulkopuolisten palveluiden ostoja, jonka seurauksena toimintakulut ovat laskeneet aikaisemmalle tasolle. Koko tarkasteluajanjakson aikana nettotulos on kasvanut liikevaihtoa voimakkaammin, johon on vaikuttanut suunnitelman mukaisten poistojen pienentyminen.

4.3 Strateginen analyysi

Strategisella analyysillä pyritään tarkentamaan tilinpäätöstunnuslukujen avulla saatua informaatiota. Tilinpäätöstunnusluvut kertovat menneestä kehityksestä, ja strategisen analyysin avulla saadaan selville erinäisten sisäisten ja ulkoisten tekijöiden vaikutuksista yrityksen tuleviin tuottoihin.

Toimeksiantajayrityksellä on vakaa liiketoiminta, ja sen kilpailukyky kilpaileviin toimijoihin nähden on hyvä. Liikevaihto muodostuu palveluiden myymisestä laajalle rintamalle, eikä yhdenkään yksittäisen asiakkaan osuus liikevaihdon muodostumisesta ole huomattavan suuri, mikä vähentää liiketoimintaan kohdistuvaa riskiä. Kilpailutilanne Yritys X:n

toimialalla ei ole lähivuosien aikana muuttunut, eikä uusien kilpailijoiden vuoksi heikentäviä katteita ole odotettavissa. Alalle ei ole myöskään odotettavissa korvaavaa teknologiaa, joka heikentäisi yrityksen kannattavuutta. Yritys on pitkän toiminta-aikansa aikana luonut itselleen tunnettavuutta. Yrityksen sisäisen analyysin perusteella ei ole havaittu seikkoja, jotka indikoisivat sen tulevan tuloksenteon heikentymiseen. Yhtiö on solminut merkittäviä uusia sopimuksia, jotka tulevat kasvattamaan liikevaihtoa huomattavasti lähivuosien aikana. (Toimitusjohtaja 2018.) Yrityksen toimiala on keskimääräistä suhdanneherkempi. Damodaranin vuonna 2018 tekemän tutkimuksen mukaan sen maailmanlaajuinen toimialabeta on 1,18.

4.4 Tuottovaatimuksen määrittäminen

Toimeksiantajayrityksen tuottovaatimusta määrittäessä arvioidaan, ettei sillä jatkossakaan tule olemaan tarvetta korolliselle vieraalle pääomalle. Näin ollen koko pääoman tuottovaatimus tulee olemaan saman suuruinen oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa. (Toimitusjohtaja 2018.)

Tuottovaatimus määritetään CAP-mallin avulla. Tuottovaatimus määrittämiseksi CAP-mallin avulla tulee aluksi selvittää riskitön korkotasoa, markkinaportfolion odotettu tuotto, yhtiön beta-kerroin sekä yhtiöltä vaaditun riskilisän määrä.

Normaaliolosuhteissa riskitön korko voidaan ottaa suoraan valtion 10-vuotisen valtion obligaatiolainan korkotasosta, koska se mielletään riskittömäksi koroksi. Tällä hetkellä olemme pitkään eläneet matalien korkojen ympäristössä. Koska korot ovat poikkeuksellisen alhaiset, eikä niiden pitkällä aikavälillä voida olettaa pysyvän yhtä alhaisina, tulee riskittömän koron määrittelemisessä käyttää harkinnanvaraista menetelmää. Historiallisesti riskittömän koron taso on ollut noin 4 %. Mitään takeita korkotason noususta historialliseen keskitasoon ei kuitenkaan ole.

Koska historiallinen korkotasoa poikkeaa nykyisestä korkotasosta huomattavasti, on riskitöntä korkoa määrittäessä päädytty käyttämään 10-vuotisen valtion obligaatiolainan ja historiallisen korkotason keskiarvoa. Suomen Pankin määrittämä 10-vuotisen valtion obligaatioron korko on arvonmäärittämishetkellä ollut 0,78 % (Suomen Pankki 2018). Historiallinen pitkän aikavälin riskittömän koron taso on ollut noin 4 %. Näiden keskiarvona saadaan arvonmäärittämisessä käytettävän riskittömän koron tasoksi 2,39 %.

Credit Suissin vuonna 2017 tekemän tutkimuksen mukaan markkinaportfolio on tuottanut pitkällä aikavälillä (1900 - 2016) globaalisti keskimäärin 9,5 % vuodessa (Dimson 2017, 11). Toimeksiantajayrityksen arvonmäärittämisessä käytetään tätä oletusarvona markkinaportfolion odotetusta tuottovaatimuksesta. Tuottovaatimusta määrittäessä beta-kerroin

määritetään toimialabetana, jonka vertailukohteina olevat yhtiöt toimivat ympäri maailman, joten tämän vuoksi on perusteltua käyttää globaalia markkinaportfolion tuottoa. Markkinaportfolion tuottoa voidaan verrata vaadittavaan riskipreemioon. PricewaterhouseCoopersin vuonna 2015 tekemän tutkimuksen mukaan keskimääräinen riskipreemio on Suomessa vuosien 1999 - 2012 välillä ollut 5,5 prosenttia, ja riskipreemion keskiarvo on tällä aikavälillä vaihdellut 4,6 % ja 6,4 % välillä (Lindholm 2015, 9).

Riskipreemio lasketaan käytetyn riskittömän koron ja markkinaportfolion tuoton odotuksilla. Vähentämällä oletetusta markkinaportfolion tuotosta (9,5 %) riskitön korko (2,39 %), saadaan riskipreemioksi 7,11 %, joka on hieman historiallisen vaihteluvälin yläpuolella. Tämä on perusteltua nykyisessä tilanteessa, jossa korot ovat ennätyksellisen alhaisia, ja nykyisen pitkän noususuhdanteen johdosta pörssiyhtiöiden osakkeiden arvostustasot ovat korkealla. Nämä tekijät vahvistavat riskipreemion, ja sitä myöten käytetyn markkinaportfolion tuoton paikkaansa pitävyyttä.

Yrityksen beta-kertoimen määrittäminen toteutetaan hyödyntämällä valmista maailmanlaajuisista toimialabetojen vertailua, koska samalla toimialalla listattuja yrityksiä Hex-indeksissä on niin vähän, että luotettavampi toimialabeta saadaan laajentamalla toimialalla toimivien yhtiöiden määrää ottamalla vertailuun mukaan ulkomaisia yhtiöitä. New York Universityssä yritysrahoitusta ja arvonmäärittystä opettava Aswath Damodaran on tehnyt laajan tutkimuksen betasta toimialoittain, jossa on käytetty yhtiöitä jokaisesta maanosasta. Yhteensä eri toimialojen yrityksiä vertailussa on 42678. Listaa päivitetään kerran vuodessa, koska toimialabetan muutos on kohtuullisen pientä ja hidasta. Lista on viimeisimmän kerran päivitetty 5.1.2018. Damodaranin luoman toimialabetan vertailun mukaan yrityksen toimialan beta-kerroin on 1,18 ja vieraan pääoman ja oman pääoman suhde on 64,76 %. Verrattavia kohteita Yritys X:n toimialalla on 1185 maailmanlaajuisesti, joista 165 yhtiötä on eurooppalaisia ja 5 suomalaisia.

Selvitetyn toimialabetan ja toimialalla toimivien yritysten keskimääräisen velkarakenteen perusteella pystytään beta-kerroin unleveroimaan, eli poistamaan siitä toimialalla toimivien yhtiöiden keskimääräinen velkaosuus. Velkarakenteesta riisutun toimialabetan arvoksi saadaan kuviossa 14 esitettävän kaavan mukaisesti 0,7788.

$$\text{Toimialabeta } 1,1823 / (1 + (1 - 0,20 \text{ yhteisövero\%}) * 0,6476 \text{ toimialan keskimääräinen vieraan pääoman ja oman pääoman suhde}) = 0,7788$$

KUVIO 14. Toimialabetan unleverointi

Tämän jälkeen velaton toimialabeta vivutetaan uudelleen kohdeyrityksen korollisella velalla. Koska yhtiöllä ei ole lainkaan korollista velkaa, on sen leveroitu beta saman

suuruinen, kuin keskimääräisellä rahoitusrakenteella korjattu toimialabeta. Yhtiö on siis keskimääräistä toimialalla toimivaa kilpailijaa riskittömämpi, mikä johtuu siitä, että yhtiöllä ei ole lainkaan korollista velkaa.

Listaamattomalta yhtiöltä vaaditaan riskilisää, koska sen osakkeiden myyntiin ja niistä saatavaan hintaan liittyy epävarmuutta. Listaamattoman yhtiön osakkeet eivät ole yhtä helposti muutettavissa rahaksi, mikä on arvonmäärityksessä otettava huomioon. Kallunki ja Niemelä ovat määrittäneet listaamattomilta yhtiöiltä vaadittavan riskilisän suuruudeksi 4-5 %. Vaadittavana riskilisänä käytetään alalaitaa Kallunkin ja Niemelän arviosta, koska yhtiö on vahva taseeltaan, ja se on myös strategisen analyysin perusteella kohtuullisen riskitön.

Vaadittavien odotusarvojen selvittyä, voidaan laskea oman pääoman tuottovaatimus CAP-mallin avulla. Oman pääoman tuottovaatimuksen laskenta esitetään kuviossa 15.

Riskitön tuotto 2,39 % + beta-kerroin 0,7788 * (markkinaportfolioin tuotto 9,5 % - riskitön tuotto 2,39 %) + yritykseltä vaadittava riskilisa 4 % = 11,93 %

KUVIO 15. CAP-malli Yritys X:n odotusarvoilla

Kuviossa 15 esitetyn kaavan lopputulokseksi saadaan 11,93 %, joka on yrityksen arvonmäärityksessä käytettävä oman pääoman tuottovaatimus. Koska yrityksellä ei ole lainkaan korollista vierasta pääomaa, on koko pääoman tuottovaatimus saman suuruinen oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa.

4.5 Yritys X:n substanssiarvo

Yritys X:n tasesubstanssiarvo saadaan vähentämällä taseessa olevat velat varoista. Yhtiöllä on varoja 976 916 euroa ja velkoja 91 642 euroa. Yhtiön tasesubstanssiarvoksi muodostuu näiden erotuksena 885 274 euroa. Tätä arvoa pidetään yleisesti alimpana käypänä yrityksen arvona.

Yrityksellä on taseessaan runsaasti liiketoiminnan kannalta tarpeetonta omaisuutta. Poistamalla laskuista näiden omaisuuserien arvot, voidaan laskea substanssiarvo, jossa on otettu huomioon vain liiketoiminnan kannalta välttämättömät omaisuuserät. Yrityksen omistaman toimitilan, koneiden ja kaluston sekä vaihto-omaisuuden käyvät markkinaperusteiset arvot ylittävät niiden tasearvot. Arvostamalla nämä liiketoimintaan olennaisesti kuuluvat omaisuuserät käypään markkina-arvoon, saadaan liiketoiminnan kannalta välttämättömäksi varallisuudeksi 433 252 euroa. Vähentämällä velat käyvästä arvosta, saadaan yrityksen liiketoiminnan kannalta välttämättömien omaisuuserien käyväksi markkinasubstanssiarvoksi arvoksi 341 611 euroa. (Toimitusjohtaja 2018.)

4.6 Yritys X:n osinkoperusteinen arvo

Yritys X:n osinkoperusteisen arvon selvittämiseksi tarvitaan ennuste yhtiön tulevaisuuden osingonjakopolitiikasta sekä tulevien tilikausien ennustetuista nettotuloksista.

Yritys on jakanut osinkoa 8 prosenttia sen osakkeiden matemaattisesta arvosta minimoidakseen veronalaisen osuuden, ja tarkoituksena on jatkaa samalla osingonjakopolitiikalla tulevaisuudessa. Arvioiden mukaan liikevaihto tulee kasvamaan tulevalla tilikaudella 8 prosenttia, seuraavan kahden tilikauden aikana 5 prosenttia, ja siitä eteenpäin kasvun oletetaan jatkuvan 2 prosentin vuosittaisella kasvuvauhdilla, mikä vastaa keskimääräistä inflaation tasoa. (Toimitusjohtaja 2018.) Arvioitujen tulevien tilikausien nettotuloksien ja osingonjakosuhteen perusteella tehty osinkoperusteinen arvonmääritys esitetään taulukossa 2.

TAULUKKO 2. Yritys X:n osinkoperusteinen arvo

Tilikausi	2018	2019	2020	2021->	
Edellisten tilikausien voitto	861 683	907 098	954 628	1 004 359	
Ennustettu tulos	114 314	120 030	126 032		
Osinkojen kasvuvauhti				2 %	
Osinkojen määrä 8 %	68 935	72 568	76 370	77 898	
Maksettavien osinkojen määrä	68 900	72 500	76 300	77 800	
Diskonttokorko	11,93 %	11,93 %	11,93 %	11,93 %	Yhtiön arvo
Nykyarvo	61 558	57 872	54 415	558 913	732 757

Taulukossa 2 edellisten tilikausien voitto tarkoittaa yhtiön jakokelpoista vapaata omaa pääomaa, jossa edellisen tilikauden vapaaseen omaan pääomaan on lisätty tilikauden tulos ja vähennetty jaetut osingot. Todellisuudessa maksettavien osinkojen määrä on pyöristetty alaspäin lähimpään sataan euroon. Diskonttokorkona käytetään oman pääoman tuottovaatimusta, jolla jaetut osingot on diskontattu nykyarvoon. Tilikaudesta 2021 eteenpäin osinkojen oletetaan kasvavan 2 % vuodessa, jonka avulla on laskettu päätearvo sen jälkeisille osinkotuotoille. Mallin perusteella yhtiön osinkoperusteiseksi arvoksi saadaan 732 757 euroa. Osinkoperusteisen mallin antamaan matalaan arvoon vaikuttaa yrityksen pieni osingonjakosuhte.

4.7 Yritys X:n kassavirtaperusteinen arvo

Yritys X:n kassavirtaperusteisen arvon selvittämiseksi tulee arvioida yrityksen tulevien vapaiden kassavirtojen suuruus. Kassavirtojen suuruus saadaan selville vähentämällä oikaistusta liiketuloksesta verot ja investoinnit, lisäämällä poistot, ja lisäämällä tai

vähentämällä käyttöpääoman muutokset. Verot on laskettu yhteisöveroprosentin mukaisesti. Investoinnit ovat toimitusjohtajan tekemien arvioiden mukaisia, joiden perusteella poistot ovat laskettu (Toimitusjohtaja, 2018). Taulukossa 3 esitetään yrityksen käyttöpääoman muutokset edellisiltä tilikausilta, sekä arvioidut muutokset tulevilta tilikausilta.

TAULUKKO 3. Käyttöpääoman muutokset

Käyttöpääoman muutos	2017	2018	2019	2020
Vaihto-omaisuuden muutos	-54	-294	-200	-100
Lyhytaikaisten saamisten muutos	-901	-16 986	-4 320	-4 493
Lyhytaikaisten korottomien velkojen muutos	907	4 582	3 849	4 003
Käyttöpääoman muutos	-47	-12 698	-671	-590

Taulukossa 4 esitetään laskelma tulevien vuosien kassavirroista. Kassavirtalaskelma alkaa liikeloksesta, joka kertoo liiketoiminnan tuottamasta tuloksesta siitä koituneiden menojen jälkeen. Liikeloksen laskennasta on jo vähennetty poistot, mutta koska ne eivät ole kassavirtavaikutteisia kuluja, tulee ne lisätä laskelmaan.

TAULUKKO 4. Kassavirtalaskelma

Tilikausi	2017	2018	2019	2020	2021->
Liiketulos	132 438	143 033	150 185	157 694	
Verot	-26 737	-28 607	-30 037	-31 539	
Operatiivinen kassavirta	105 701	114 426	120 148	126 155	
Poistot	4 235	9 196	6 897	11 423	
Bruttokassavirta	109 936	123 622	127 045	137 578	
Käyttöpääoman muutos	-47	-12 698	-671	-590	
Bruttoinvestoinnit	-25 000	-25 000	-25 000	-25 000	
Vapaa operatiivinen kassavirta	84 889	85 924	101 374	111 988	
Muut erät	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	84 889	85 924	101 374	111 988	114 228
Diskontattu kassavirta		76 768	80 920	79 866	820 609
Kasvuvauhti	2 %				
Koko pääoman tuottovaatimus	11,93 %				
Yhtiön arvo	1 058 162				

Tulevien vuosien vapaat kassavirrat on diskontattu nykyarvoon koko pääoman tuottovaatimuksella. Laskemalla tulevien kolmen tilikauden ennustetut vapaat kassavirrat yhteen, niiden jälkeisten vuosien päätearvon kanssa, saadaan yhtiön kassavirtaperusteiseksi arvoksi 1 058 162 euroa. Taulukossa 5 esitetään vapaiden kassavirtojen prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta.

TAULUKKO 5. Kassavirtojen prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta

Prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta	
2018 - 2020	22,45 %
Päätearvo	77,55 %
Yhteensä	100,00 %

Yrityksen kassavirtojen päätearvon osuus muodostaa 77,55 % yrityksen kassavirtaperusteisesta arvosta. Yleisesti hyväksyttävänä päätearvojen osuutena pidetään 50 prosenttia liiketoiminnan arvosta, joten laskelmalla saatua tulosta ei voida pitää täysin luotettavana, koska päätearvon osuus on suurempi.

Kassavirtaperusteinen malli on arvonmääritysmalleista herkin oletusarvojen muutoksille, koska yhtiön arvo perustuu siinä täysin odotetuille tuotoille ja käytetylle tuottovaatimukselle sekä kasvuvauhdille. Herkkyysanalyysillä, joka esitetään taulukossa 6, voidaan testata käytettyjen koko pääoman tuottovaatimuksen ja kasvuvauhdin muutoksien vaikutuksia arvonmäärityksen lopputulokseen.

TAULUKKO 6. Herkkyysanalyysi

		Koko pääoman tuottovaatimus						
Kasvuvauhti	Herkkyysanalyysi	10,43 %	10,93 %	11,43 %	11,93 %	12,43 %	12,93 %	13,43 %
	0,50 %	1 086	1 033	984	940	899	862	828
	1,00 %	1 135	1 077	1 024	976	932	892	855
	1,50 %	1 190	1 125	1 067	1 015	967	924	884
	2,00 %	1 251	1 179	1 116	1 058	1 006	959	916
	2,50 %	1 319	1 240	1 169	1 106	1 049	998	951
	3,00 %	1 397	1 308	1 229	1 159	1 096	1 040	989
	3,50 %	1 487	1 385	1 297	1 218	1 149	1 087	1 031

Taulukossa 6 on esitetty tuottovaatimuksen ja kasvuvauhdin muutoksista muuttuneet yrityksen arvot tuhansissa euroissa. Kuviosta voi havaita tuottovaatimuksen kasvaessa yhtiön arvon laskevan, ja kasvuvauhdin kasvaessa yhtiön arvon nousevan. Vaihteluvälin pienin arvo, 828 tuhatta euroa, saadaan kasvattamalla tuottovaatimusta ja olettamalla kasvuvauhti pienemmäksi. Vaihteluvälin suurin arvo, 1 487 tuhatta euroa saadaan pienentämällä tuottovaatimusta ja olettamalla kasvuvauhti suuremmaksi. Herkkyysanalyysissä esitetyt kasvuvauhdin ja tuottovaatimuksen muutokset ovat kohtuullisen suuria, eivätkä kummatkaan ääripäät edusta toimeksiantajayrityksen kannalta realistisia oletuksia. Herkkyysanalyysistä voidaan havaita kuinka tuottovaatimuksen lasku kompensoi alenevaa kasvuvauhtia sekä päinvastoin. Tarkastellessa herkkyysanalyysin tuloksia vasemmasta

yläkulmasta oikeaan alakulmaan kulkevaa linjaa pitkin, voidaan havaita yrityksen arvon pysyvän kohtuullisen stabiilina molempien oletusarvojen laskiessa tai noustessa saman aikaisesti.

4.8 Yritys X:n lisäarvomallin mukainen arvo

Yritys X:n lisäarvomallin mukainen arvo muodostuu kirjanpidollisesta arvosta sekä tilikauden tuottojen oman pääoman tuottovaatimuksen ylittävistä osuudesta. Kirjanpidollinen arvo on yrityksen substanssiarvo, johon lisätään tilikauden tuloksen ja yhtiöstä nostettujen osinkojen välinen erotus. Yritys X:n lisäarvomallilaskelma esitetään taulukossa 7.

TAULUKKO 7. Lisäarvomallilaskelma

Lisäarvomalli	2017	2018	2019	2020
Ennustettu tulos		114 314	120 030	126 032
Ennustettu osinko		68 900	72 500	76 300
Kirjanpidollinen arvo	885 274	930 689	978 219	1 027 950
Oman pääoman tuotto		12,91 %	12,90 %	12,88 %
Lisävoitto		8 726	9 025	9 357
Lisävoiton nykyarvo		7 796	7 204	6 673
Lisävoittojen nykyarvo yhteensä	21 673			
Päätearvo	96 142			
Päätearvon nykyarvo	68 566			
Yhtiön arvo	975 513			
OPO:n tuottovaatimus	11,93 %			
Tuloksen kasvuvauhti	2,0 %			

Taulukossa 7 oman pääoman tuotto osoittaa, kuinka paljon yritys on onnistunut tekemään tuottoa omalle pääomalle. Mikäli tuottoprosentti on oman pääoman tuottovaatimusta suurempi, on yhtiö onnistunut luomaan lisäarvoa. Päätearvo on laskettu 2 prosentin vuotuisella kasvuoletuksella. Lisävoitot ja päätearvo on diskontattu nykyarvoon oman pääoman tuottovaatimusta käyttäen. Lisäarvomallin avulla yrityksen arvoksi on määritetty 975 513 euroa. Taulukossa 8 havainnollistetaan prosentuaaliset osuudet, joista yhtiön arvo lisäarvomallissa muodostuu.

TAULUKKO 8. Prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta

Prosentuaaliset osuudet yhtiön arvosta	
Kirja-arvo	90,75 %
Lisäarvo 2018 - 2020	2,22 %
Päätearvo	7,03 %
Yhteensä	100,00%

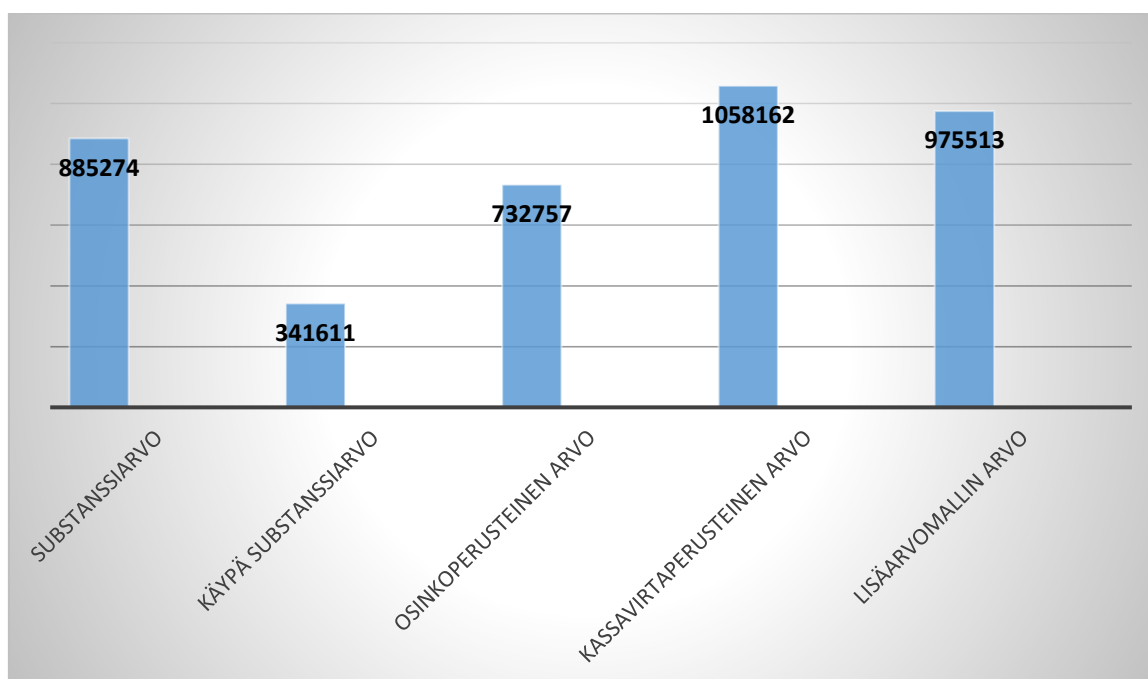
Taulukosta 8 voidaan havaita yhtiön lisäarvomallin mukaisen arvon muodostuvan 90,75 prosenttisesti yrityksen kirja-arvosta. Yrityksen tuottamien lisävoittojen osuus laskennallisesta arvosta jää alle 10 prosenttiin.

4.9 Arvonmäärityksen johtopäätökset

Yritys X:n arvonmääritys aloitettiin tilinpäätösanalyysillä oikaisemalla kolmen edellisen tilikauden tulos ja tase, joiden perusteella selvitettiin yrityksen lähihistorian kannattavuutta, velkaantuneisuutta ja kasvua. Tilinpäätösanalyysin avulla saatua informaatiota täydennettiin strategisella analyysillä yrityksen toimitusjohtajaa haastatteleamalla. Analyysien avulla saatiin kartoitettua lähitulevaisuuden tuotto-odotuksia, investointien tarvetta, rahoitusrakenteen muutoksia sekä suunniteltua osingonjakopolitiikkaa. Haastattelun avulla saatiin selville myös toimitusjohtajan arviot omaisuuden käyvästä arvosta. Hinta-arviot vaikuttivat realistisilta, eikä niiden osalta tarkempaa tutkimusta suoritettu. Analyysien perusteella saadulla informaatiolla oli merkittävä vaikutus arvonmääritysten laadinnassa. Käypää substanssiarvoa määrittäessä hinta-arvio laskettiin toimitusjohtajan haastattelun vastauksien perusteella. Osinkoperusteisessa mallissa maksettavien osinkojen suuruus määräytyi yhtiön osingonjakopolitiikan perusteella. Kassavirtaperusteisessa mallissa tulevien vuosien liikevoitto, investoinnit ja käyttöpääoman muutokset ovat määritetty toimitusjohtajan haastattelussa antamien vastauksien perusteella. Lisäarvomallissa on haastattelun perusteella määritetty lähivuosien tilikausien tulos sekä yhtiöstä jaettujen osinkojen määrä. Päätearvon laskennassa budjetoitujen vuosien jälkeiseksi kasvuksi on oletettu 2 prosenttia, mikä vastaa keskimääräistä pitkän aikavälin inflaation tasoa, jolloin ennustetun reaalisen kasvun suuruus jää nolnaan.

Tulevien tuottojen diskonttaamisessa, eli nykyarvoon muuttamisessa, käytettiin omalta pääomalta vaadittavaa 11,93 prosenttia. Oman pääoman tuottovaatimus laskettiin käyttämällä riskittömänä korkona 10-vuotisen valtion obligaation koron ja historiallisen pitkän aikavälin koron keskiarvoa. Markkinaportfolion tuottona käytettiin pitkän aikavälin globaalin markkinaportfolion tuottoa. Beta-kerroin määritettiin poistamalla globaalista toimiala-betaa keskimääräinen toimialalla toimivan yrityksen velkarakenne, ja lisäämällä siihen arvonmäärityksen kohteena olevan yrityksen velkarakenne. Analyysien perusteella arvioitiin yritys keskimääräistä toimialalla toimivaa yritystä riskittömäksi, jonka vuoksi listaamattomilta yhtiöiltä vaadittavan riskilisän määräksi arvioitiin Kallunkin ja Niemelän suosittaman riskilisän alalaitaa. Koko pääoman tuottovaatimus oli oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa saman suuruinen, koska yrityksellä ei ole lainkaan korollista velkaa.

Yritys X:n arvo määritettiin neljällä eri rahoitusteorian mukaisella mallilla, joista jokainen antoi toisistaan poikkeavan arvon yritykselle. Yritys X:n substanssiarvoksi muodostui 885 274 euroa. Vähentämällä liiketoiminnan kannalta tarpeettoman omaisuuden, ja arvoitamalla varat käypään arvoon, saatiin yrityksen käyväksi substanssiarvoksi 341 611 euroa. Osinkoperusteisella mallilla yrityksen arvoksi muodostui 732 757 euroa. Kassavirtaperusteisella mallilla määritellyksi arvoksi muodostui 1 058 162 euroa. Päätearvon osuudeksi muodostui 77,55 prosenttia, joten kassavirtaperusteisen mallin antamaa arvoa ei voitu pitää täysin luotettavana suuren päätearvon osuuden vuoksi. Kassavirtalaskelmalle suoritettiin herkkyyssanalyysi, jolla saatiin selville oletusarvoina käytettyjen kasvuvauhdin ja koko pääoman tuottovaatimuksen muutoksien vaikutukset arvonmäärittelyn lopputulokseen. Lisäarvomallilla määritellyksi yrityksen arvoksi muodostui 975 513 euroa. Lisäarvomallissa kirja-arvon osuus muodostui 90,75 prosenttia yrityksen lopullisesta arvosta. Kuviossa 16 esitetään eri arvonmäärittelymallien avulla saadut hinta-arviot Yritys X:lle.



KUVIO 16. Arvonmäärittelymallien tuottamat hinta-arviot Yritys X:lle

Yritys X kykenee tuottamaan oman pääoman tuottovaatimusta ylittävää lisäarvoa, joten substanssiarvo antaa yritykselle kohtuuttoman matalan arvon. Osinkoperusteinen arvo ei huomioi sitä, että yritys jakaa vain osan tuloksestaan osinkoina omistajille. Pienestä osinjakosuhteesta johtuen osinkoperusteinen malli antaa verrattain pienen hinta-arvion yritykselle. Kassavirtaperusteisen mallin avulla saadusta yrityksen arvosta muodostuu suurin käytettyjen arvonmäärittelymallien avulla saatu arvo. Kassavirtaperusteisen mallin antamaa arvoa ei voida pitää täysin luotettavana korkeasta päätearvon osuudesta johtuen. Kassavirtaperusteinen malli painottaa päätearvon tuottoja suositeltua suuremmin. Lisäarvomallin

avulla suoritettu arvonmääritys antaa Yritys X:n tapauksessa luotettavimman hinta-arvion. Lisäarvomallilla suoritettun arvonmäärityksen mukaiseksi hinnaksi muodostui 975 513 euroa, joka muodostuu pääosin yrityksen kirja-arvosta, eivätkä ennustettujen tulevien tuottojen osuudet muodosta merkittävää osuutta yrityksen lopullisesta arvosta.

Yrityksellä on kuitenkin paljon liiketoiminnan kannalta tarpeetonta varallisuutta, mikä vaikeuttaa yrityksen myyntiä. Yrityksen myynnin kannalta parhaimpina vaihtoehtoina voidaan pitää kokonaisjakautumista tai yrityksen myymistä liiketoimintakauppana. Kokonaisjakautumisessa yhtiö purettaisiin, ja sen liiketoiminnan kannalta tarpeettomat kiinteistöt sekä sijoitusvarallisuus siirrettäisiin uutena perustettavaan yhtiöön. Kokonaisjakautuminen vaatii paljon vaivannäköä, koska myös liiketoiminnan kannalta välttämättömän kokonaisuuden siirtäminen tapahtuisi uutena perustettavaan yhtiöön, jolloin lupa-asiat ja sopimukset täytyisi sopia uudelleen. Liiketoimintakaupassa myynnin kohteena olisivat vain ostajan kanssa sovitut osat liiketoiminnasta, jolloin liiketoiminnan kannalta tarpeettomat varat jäisivät yritykseen. Yhtiöön jääneet, tai siitä jakautumisesta siirretyt, liiketoiminnan kannalta tarpeettomat kiinteistöt sekä sijoitusvarallisuuden yrittäjä pystyisi nostamaan itselleen palkkana, osinkoina tai purkamalla yhtiön. Molemmissa tapauksissa yrityksen hinta-arvoksi muodostuisi 341 611 euroa. Koska yritys kykenee tuottamaan sijoittajan tuottovaatimusta korkeampaa tuottoa, tulee tämä ottaa huomioon myyntihintaa määrittäessä. Yrityksen arvonmäärityksessä luotettavimmaksi määritetty lisäarvomalli on tuottanut 90 239 euroa substanssiarvoa suuremman arvon. Todenmukaisimpana yrityksen myyntihintana voidaan pitää markkinahinnoin arvostetun substanssiarvon ja lisäarvomallin lisävoittojen summaa. Tällöin lopulliseksi yrityksen liiketoiminnan kannalta välttämättömien varallisuuserien sekä liiketoiminnan arvoksi saadaan 431 850 euroa. Lopullinen yrityksen myyntihinta määräytyy luonnollisesti sen mukaan, mitä ostaja on yrityksestä valmis maksamaan, ja millä hinnalla myyjä on siitä valmis luopumaan. Arvonmäärityksen hinta-arvio antaa myyntineuvotteluille hyvän lähtökohdan.

Opinnäytetyö on suoritettu pääosin kvantitatiivisia metodeja käyttäen. Arvonmäärityksestä saadut hinta-arviot ovat vahvasti riippuvaisia käytetyistä oletuksista tulevista tuotoista, menoista ja tuottovaatimuksesta. Tämän vuoksi arvonmäärityksessä on pyritty käyttämään oletusarvoina realistisia ja konservatiivisia arvioita. Arvonmäärityksissä käytetyt mallit ja oletusarvot, sekä niiden määrittämisen perusteet on avattu työssä perusteellisesti, joten arvonmääritys antaisi uudestaan toteutettaessa samat lopputulokset. Tutkimustulokset ovat antaneet tarkkoja tuloksia, ja ne ovat vastanneet asetettuihin tutkimuskysymyksiin.

5 YHTEENVETO

Opinnäytetyön tavoitteena oli määrittää toimeksiantajayritykselle hinta-arvio sekä tutustua yrityskauppaprosessissa huomioon otaviin asioihin. Opinnäytetyössä esiteltiin arvonmäärittämisprosessin läpikulku teoriassa vaihe vaiheelta. Arvonmäärittämisprosessin teoriassa käytiin läpi tilinpäätösten analysointi, strategisen analyysin toteuttaminen, diskonttokorkona käytettävän tuottovaatimuksen määrittäminen sekä neljän eri rahoitusteorian mukaisen mallin käyttö teoriassa. Arvonmäärittämisessä käytetyt mallit valittiin, koska ne ovat yleisesti luotettavaksi todettuja, ja ne soveltuvat listaamattoman yhtiön arvon määrittämiseen. Opinnäytetyössä käytiin läpi toimeksiantajayrityksen kannalta oleellisia osia yrityskauppaprosessista. Yrityskauppaprosessin osuudessa esiteltiin huolellisen due diligencen merkitys sekä sopimuksissa sovittavat asiat, joihin kannattaa kiinnittää huomiota. Yrityskauppaprosessin osuudessa käytiin läpi myös jakautuminen, mikä toimeksiantajayrityksen kohdalla mahdollisesti helpottaisi myyntiä. Lisäksi käytiin läpi osakekaupan ja liiketoimintakaupan pääpiirteet, sekä niiden verotuskohtelu.

Teoriaosuudessa läpikäytyjen arvonmäärittämismallien avulla tehtiin yritykselle arvonmäärittämis neljää eri mallia käyttäen. Käytetyiksi arvonmäärittämis malleiksi valittiin substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, kassavirtaperusteinen malli sekä lisäarvomalli. Lisäksi tehtiin herkkyyshanalyysi. Jokaisella käytetyllä mallilla saatiin toisistaan poikkeava hinta-arvio. Yritys X oli käytettyjen oletusarvojen perusteella onnistunut luomaan sijoittajan tuottovaatimusta korkeampaa tuottoa. Kassavirtaperusteisella mallilla saatiin yritykselle suurin arvo, jota ei kuitenkaan voitu pitää täysin luotettavana johtuen päätearvon kohtuuttoman suu- resta osuudesta koko yrityksen hinta-arviosta. Luotettavimmaksi arvoksi määriteltiin lisäarvomallin tuottama 975 513 euron hinta-arvio yritykselle. Koska yrityksellä on runsaasti liiketoiminnan kannalta tarpeetonta omaisuutta, realistisin vaihtoehto myynnin kannalta olisi toteuttaa kokonaisjakautuminen tai myydä yrityksen liiketoiminnan kannalta oleelliset osat alueet liiketoimintakauppana. Tämän vuoksi laskettiin todenmukainen myyntihinta markkinahinnoin arvostetun substanssiarvon ja lisäarvomallin lisävoittojen summana. Tämän perusteella yrityksen liiketoiminnan kannalta välttämättömien varallisuuserien sekä liiketoiminnan arvoksi saatiin 431 850 euroa.

Opinnäytetyöstä saa hyvän kuvan arvonmäärittämisprosessista, ja siinä läpikäydyillä malleilla on mahdollista suorittaa arvonmäärittämis useimmille listaamattomille ja listatuille yrityksille. Mielestäni arvonmäärittämisessä päästiin luotettavaan lopputulokseen, eivätkä arvonmäärittämis lopputulokset muutu merkittävästi pienillä oletusarvojen muutoksilla. Opinnäytetyössä käsiteltäviä aiheita tarkemmin rajaamalla, olisi niitä voinut käsitellä vielä nykyistä syvällisemmin.

Jatkotutkimusaiheena olisi mielenkiintoista nähdä minkälaiseen arvonmäärityksen lopputulokseen päädyttäisiin niin kutsutun neljännen sukupolven optioteoreettisen hinnoittelumallin avulla, jossa yrityksen arvoa määritellessä kassavirtoihin lisätään yhtiön toiminnan tuomien lisämahdollisuuksien arvo.

LÄHTEET

Painetut lähteet:

Frykman, D. & Tolleryd, J. 2010. Corporate valuation. Second edition. Gosport: Ashford Colour Press Ltd.

Kallunki, J. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys - onnistunut sijoituspäätös. Helsinki: Talentum Media Oy.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. 2013. Yrityskauppa. 2. painos. Helsinki: Alma Talent Oy.

Laitinen, E. 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi. Jyväskylä: Gummerrus Kirjapaino Oy.

Lakari, T. 2012. Yritystoiminnan lopettaminen ja sukupolvenvaihdos. 4. uudistettu painos. Helsinki: Verotieto Oy.

Rantanen, J. 2012. Arvonmääritys yrityskaupassa. Helsinki: Suomen Yrittäjien Sypoint Oy.

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. 1. painos. Helsinki: Alma Talent Oy.

Elektroniset lähteet:

Alma Talent Oy. 2018. Tunnuslukuopas [viitattu 18.2.2018]. Saatavissa: <https://www.alma-talent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas>

Balance Consulting. 2018. Tunnuslukuopas [viitattu 15.2.2018]. Saatavissa: <http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>

Damodaran, A. 2018. Damodaran Online [viitattu 18.3.2018]. Saatavissa: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. 2017. The Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017. Credit Suisse [viitattu 18.3.2018]. Saatavissa: <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=B8FDD84D-A4CD-D983-12840F52F61BA0B4>

Heikkilä, T. 2014. Kvantitatiivinen tutkimus. Edita Publishing Oy [viitattu 5.3.2018]. Saatavissa: <http://www.tilastollinentutkimus.fi/1.TUTKIMUSTUKI/KvantitatiivinenTutkimus.pdf>

Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360. Finlex. [Viitattu 27.4.2018]. Saatavissa: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1968/19680360>

Laki varojen arvostamisesta verotuksessa 22.12.1142/2005. Finlex. [Viitattu 27.4.2018]. Saatavissa: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2005/20051142>

Lindholm, M. 2015. Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla. Pricewaterhouse-Coopers Oy [viitattu 31.3.2018]. Saatavissa: <https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio-2015.pdf>

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624. Finlex. [Viitattu 27.4.2018]. Saatavissa: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>

Osuuspankki. 2018. Opas omistajanvaihdokseen [viitattu 14.2.2018]. Saatavissa: <https://www.op.fi/media/liitteet?cid=150245685>

Suomen Pankki. 2018. Suomen valtion viitelainojen korot [viitattu 8.3.2018]. Saatavissa: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/arvopaperitilastot/kuviot/arvopaperit-kuviot-fi/viitelainojen_korot_fi/

Suomen Yrittäjät. 2015a. Kauppatavat [viitattu 11.2.2018]. Saatavissa: <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/minustako-yrittaja/omistajanvaihdos/kauppatavat-317419>

Suomen Yrittäjät. 2015b. Yrityskaupan verotus [viitattu 11.2.2018]. Saatavissa: <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/minustako-yrittaja/omistajanvaihdos/verotus/yrityskaupan-verotus-320758>

Tekniikan akateemiset. 2018. Substanssiarvo, tuottoarvo ja pääomasijoittajamenetelmä [viitattu 23.3.2018]. Saatavissa: <https://www.tek.fi/fi/tyoelama/yrittaja/yrittajan-palvelutarjo-tin/substanssiarvo-tuottoarvo-ja-paaomasijoittajamenetelma>

Tuloverolaki 30.12.1992/1535. Finlex. [Viitattu 27.4.2018]. Saatavissa: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1992/19921535>

Vaihekoski, M. 2016. Rahoitusalan sovellukset ja excel. Alma Talent [viitattu 21.2.2018]. Saatavissa: [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.aineistot.lamk.fi/teos/BABBXXBUAGFF#kohta:6\(\(20\)OSAKKEET\(\(20\):6.4\(\(20\)Tuottovaatimus\(\(20\)ja\(\(20\)beeta\(\(20\):6.4.10\(\(20\)Tilinp\(\(e4\)\(\(e4\)t\(\(f6\)sbeeta\(\(20](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.aineistot.lamk.fi/teos/BABBXXBUAGFF#kohta:6((20)OSAKKEET((20):6.4((20)Tuottovaatimus((20)ja((20)beeta((20):6.4.10((20)Tilinp((e4)((e4)t((f6)sbeeta((20)

Varainsiirtoverolaki 29.11.1996/931. Finlex. [Viitattu 27.4.2018]. Saatavissa: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1996/19960931>

Haastattelut:

Case-yrityksen toimitusjohtajan haastattelu 15.3.2018.

LIITTEET

LIITE 1 Oikaistu tuloslaskelma

LIITE 2 Oikaistu tase

LIITE 3 Haastattelu

LIITE 1

OIKAISTU TULOSLASKELMA

	1.5.2013 - 30.4.2014		1.5.2014 - 30.4.2015		1.5.2015 - 30.4.2016		1.5.2016 - 30.4.2017	
LIKEVAIHTO		901 757,85		912 006,76		917 619,19		926 795,38
Liiketoiminnan muut tuotot				45 783,36				
LIIKETOIMINNAN TUOTOT YHTEENSÄ		901 757,85		957 790,12		917 619,19		926 795,38
Aine- ja tarvikekäyttö	-124 867,63		-138 836,19		-344 563,47		-348 009,10	
Ulkopuoliset palvelut	-153 623,74		-168 709,69		-4 911,49		-4 960,60	
Henkilöstökulut	-368 588,15		-416 832,72		-304 103,08		-307 144,11	
Laskennallinen palkkakorjaus								
Liiketoiminnan muut kulut	-121 900,49		-139 210,33		-132 345,06		-133 668,51	
Valmisteveraston lisäys/vähennys	-405,00	-769 385,01	-837,00	-864 425,93	3 623,99	-782 299,11	3 660,23	-790 122,10
KÄYTTÖKATE		132 372,85		93 364,19		135 320,09		136 673,29
Suunnitelman mukaiset poistot	-13 762,14		-5 591,11		-4 193,37		-4 235,30	
		-13 762,14		-5 591,11		-4 193,37		-4 235,30
LIIKETULOS		118 610,70		87 773,09		131 126,72		132 437,98
Tuotot osuiksista ja muista sijoituksista	135,00		124,88		149,85		151,35	
Muut korko- ja rahoitustuotot	112,89		-1 465,86		40,72		41,12	
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-252,83		-1,89		-46,60		-47,07	
Sijoitusten ja rahoitusarvopapereiden arvonalentumiset								
Välittömät verot	-26 264,60	-26 269,54	-18 881,65	-20 224,52	-26 472,07	-26 328,11	-26 736,79	-26 591,39
NETTOTULOS		92 341,16		67 548,56		104 798,61		105 846,60
Satunnaiset tuotot			26 746,42					
Satunnaiset kulut			-5 349,28	21 397,13				
KOKONAISTULOS		92 341,16		88 945,70		104 798,61		105 846,60
Poistoeron muutos								
Vapaaehtoisten varausten muutos								
Laskennallinen palkkakorjaus								
Käyvän arvon muutokset								
Muut tuloksen oikaisut								
TILIKAUDEN TULOS		92 341,16		88 945,70		104 798,61		105 846,60

LIITE 2

OIKAISTU TASE

	30.4.2014	30.4.2015	30.4.2016	30.4.2017
PYSYVÄT VASTAAVAT				
Koneet ja kalusto	41 286,38	16 773,43	12 580,06	15 712,02
Aineelliset hyödykkeet yhteensä				
Muut osakkeet ja osuudet	300 616,03	300 616,03	300 616,03	300 616,03
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset yhteensä	341 902,40	317 389,46	313 196,09	316 328,05
Leasingvastuukanta				
VAIHTUVAT VASTAAVAT				
Aineet ja tarvikkeet	2 565,00	1 728,00	5 351,99	5 405,51
Vaihto-omaisuus yhteensä	2 565,00	1 728,00	5 351,99	5 405,51
Myyntisaamiset	51 645,87	91 674,29	70 562,21	71 267,83
Muut saamiset	25 712,02	11 512,88	6 562,13	6 627,76
Siirtosaamiset	49 749,20	18 836,25	12 988,49	13 118,37
Lyhytaikaiset saamiset yhteensä	127 107,09	122 023,42	90 112,82	91 013,95
Rahat ja rahoitusarvopaperit	387 346,56	468 411,07	558 582,86	564 168,69
Vastaavaa yhteensä	858 921,06	909 551,94	967 243,76	976 916,20
OMA PÄÄOMA				
Osake- tai muu peruspääoma	22 705,38	22 705,38	22 705,38	22 932,43
Ylikurssi- ja arvonorotusrahas				
Käyvän arvon rahasto				
Muut rahastot				
Kertyneet voittovar	696 936,31	726 367,47	748 353,17	755 836,70
Tiilikauden tulos	92 341,16	88 945,70	104 798,61	105 846,60
Pääomalainat				
Taseen oma pääoma yhteensä	811 982,85	838 018,55	875 857,16	884 615,73
Poistoero				
Vapaaehtoiset varaukset				
Poistoero ja varaukset yhteensä				
Oman pääoman oikaisut				
Oikaistu oma pääoma yhteensä	811 982,85	838 018,55	875 857,16	884 615,73
VIERAS PÄÄOMA				
Pitkäaikainen vieras pääoma yhteensä				
			652,19	658,71
Laskennallinen verovelka				
Pakolliset varaukset				
Leasingvastuukanta			652,19	658,71
Ostovelat	3 322,73	8 716,03	10 999,75	11 109,74
Muut sisäiset korottomat velat	15 086,20	25 794,13	46 078,47	46 539,25
Muut korottomat lyhytaikaiset velat	28 529,28	37 023,24	33 656,20	33 992,76
Lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä	46 938,20	71 533,40	90 734,42	91 641,76
Oikaistu vieras pääoma yhteensä	46 938,20	71 533,40	91 386,60	92 300,47
Vastattavaa yhteensä	858 921,06	909 551,94	967 243,76	976 916,20

LIITE 3

Toimeksiantajayrityksen toimitusjohtajan haastattelu

Opinnäytetyön toimeksiantajayritystä koskevien asioiden selvittämiseksi haastateltiin yrityksen toimitusjohtajaa, koska toimitusjohtaja on parhaiten tietoinen haastattelun avulla selvitettävistä asioista. Haastattelu toteutettiin teemahaastatteluna 15.3.2018.

Haastattelun runko oli seuraavanlainen:

- Yrityksen tämän hetkisen tilanteen ja lähitulevaisuuden kartoitus.
- Lähivuosien tuotto-odotukset uusien projektien myötä.
- Investointien tarve tuotto-odotuksiin pääsemiseksi.
- Osingonjakopolitiikan kartoittaminen.
- Tulevan rahoituksen tarpeen arvioiminen.
- Omaisuuserien käypien arvojen määrittäminen.